全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



投资者必读系列

李石养 著

炒股一定要懂 上市公司分析

彼得·林奇曾经说过，不进行研究的投资就象打扑克从不看牌一样，必然失败！

没有人能预测利率、经济或股市未来的走向，抛开这样的预测，注意观察你已投资的公司究竟在发生什么事。



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资者必读系列

炒股一定要懂上市公司分析

李石养　著

ISBN：978-7-111-38934-7

本书纸版由机械工业出版社于2012年出版。电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.bbbvip.com

新浪微博 @言商书局

腾讯微博 @bbb-vip

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

图书梗概

关于作者

权威推荐

序 投资者的“诫子书”

第一章 以上市公司的甄选为核心理念

上市公司的经营发展是投资决策重点

真正的风险来源于上市公司的经营发展

“自下而上”与“自上而下”交错进行

只有少数上市公司股票值得长期持有

确保所投入的资金是“闲钱”

第二章 做一个真正独立思考的投资者

自我反省是投资进步的阶梯

长期独立思考方能取得超额投资回报

“知止”是自我反省的重要方法

培养独行侠式的“定性”

努力做到随时随地“能静”

做一个“能虑”的智者

第三章 买卖理由应基于坚实的分析

仔细审视过往的投资清单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买入的理由是否足够“靠谱”

争取拥有上市公司分析的完备知识结构

构建上市公司分析的多元思维模式

第四章 少数上市公司股价与市场背离

股票的价值在于上市公司的成长

股价并不与上市公司内在价值完全重合

“市场先生”是导致股价与价值偏离的元凶

为何这些上市公司能略微背离“市场先生”

第五章 优秀上市公司的内在特质

真正优秀的上市公司该是什么样

高质量的持续成长才能成就大牛股

零增长上市公司是否有投资价值

第六章 识别多种形式的竞争优势

以生态系统眼光审视商业世界

识别商业生态链中的竞争优势

并非所有垄断模型都能带来超额回报

规模效应也是一种强大的竞争优势

客户黏性是一种甩也甩不掉的价值

低成本不是假冒伪劣的代名词

品牌竞争优势的特质是可获取超额利润

看透商业模式的本质及其竞争优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第七章 大牛股或许就在家门口

从身边熟悉的上市公司开始着手

探寻不为众人所知的上市公司

选择“德才兼备”型上市公司

第八章 执行“德才兼备”定性评估原则

对上市公司进行“鉴德”

学会评估上市公司的赚钱能力

参透上市公司业务流程及现金流转

盈亏平衡临界点不可小视

上市公司“逃不掉”的生命周期

不同行业上市公司具有明显经济特质差异

第九章 勇于质疑上市公司

调研出“乾坤”

不宜轻易跨越“能力圈”

质疑任何一份上市公司财务报告

最后才考虑利润问题是聪明之举

以增量股权收益率判断真实盈利能力

不要偏信任何一个财务或估值指标

第十章 识别上市公司财务特性的技巧

比率完美性是识别财务“猫腻”的关键

看懂资本结构：不要被高负债率吓倒了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

统一百分比：财务分析的有力工具
周转性与杠杆合力形成财富创造效应
很难被会计师掩盖的事实：现金流量
商业本质：比现金流量更重要
第十一章 估值并不等同于终极价值
别忘记一个保守的估值指标：股利收益率
基于会计利润的估值方法：PE与PEG
基于现金流与股利的估值方法：NAV、DDM与DCF
内在价值取决于企业永续经营能力
内在价值不等于终极价值
第十二章 交易策略与投资组合
交易策略：坚守安全边际交易原则
投资组合：集中下的适度分散
仓位策略：分批次建仓、加减仓
持有策略：兼修套利与长期持有
跋 存活下来就是胜利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图书梗概

本书主要围绕上市公司进行内在价值的研究，并将科学的投资理念贯穿这种研究分析中，作者认为成功的投资主要取决于三方面：一是投资者的自知、自律能力；二是所投资的上市公司的质量；三是买入投资标的价格是否合适。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关于作者

李石养，多年来从事房地产编辑工作，因此结缘于地产股。由此发现，深入一个自己最熟悉的行业对于投资成功是非常重要的。我确信彼得·林奇大师所说的个人投资者可以超越机构投资者的观点——主要原因在于个人投资者不会受到诸多条条框框的约束，并且相对于机构投资者而言，其用于股票投资的资金量非常少，可以快速建仓和清仓，回报率高于机构投资者是不足为奇的。我的投资理念：以善念为根基，估值为核心。我的选股策略：先选行业，再选行业里的优秀企业。我的买卖策略：以内在价值为判断依据，低估时买，高估时卖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

权威推荐

公司的成功往往几个月，甚至几年都和它的股票成功不同步，但从长远看百分之百相关。这种不一致才是赚钱的关键，耐心和拥有成功的公司，终将得到厚报。

你拥有优质公司的股份时，时间站在你的一边。你可以等待——即使你在前五年没买沃尔玛，在下一个五年里，它仍然是很好的股票。

——彼得·林奇

有的企业有高耸的护城河，里头还有凶猛的鳄鱼、海盗与鲨鱼守护着，这才是你应该投资的企业。

没有一个能计算出内在价值的公式。你得懂打算购买的这家企业的业务。

所谓有"转机"的企业，最后很少有成功的案例，与其把时间和精力花在购买价廉的糟糕企业上，还不如以公道的价格投资一些物美的企业。

——沃伦·巴菲特

不要懵懵懂懂地随意买股票，要在投资前扎实地做一些功课，才能成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

——威廉·欧奈尔

在你买某只股票之前，找出该公司的所有资料，包括它的管理层、竞争者、它的盈利及增长的可能性。

——伯纳德·巴鲁克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

献给亲爱的爸爸妈妈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

序　投资者的“诫子书”

三国时的诸葛亮写给他儿子的《诫子书》仅有86字，可谓字字珠玑，是千古教子名篇。今天读来，《诫子书》仍有很强的现实指导意义，从一个投资者的角度阅读它，更有一种醍醐灌顶之感。

投资大师芒格是个十足的“书虫”，他戏称自己是一本“长着两条腿”的书。他本身是学法律的，后来竟然能设计出游轮，这与他“百科全书式”的学习密不可分。“非学无以广才”，然而怎样才能实现高效率的学习呢？核心在于“静”。“学须静”，这其中蕴涵的哲理非同一般。“静”是一种状态，也是一种境界。佛学中特别强调“静”，有“静而生慧”的说法。然而，又何以做到“静”呢？核心在于“淡”与“俭”。一个投资者，如果经常忙于各种各样的应酬与交际，整天花天酒地，总喜欢挥霍显摆，怎么可能静下来呢？静不下来又怎么做投资研究？不做深入研究又怎么拓展投资“能力圈”，从而发现新的投资机会呢？经验表明，非常杰出的投资家都是生活简朴、节俭的。巴菲特个人资产已经高达几百亿美元，然而他开的车却很普通，不是劳斯莱斯，也不是林肯加长版。试想，一个不懂得珍惜金钱的人，又怎么可能好好地利用金钱呢？又怎么懂得尊重他人的劳动成果呢？又怎么可能做一个有利于社会文明进步的投资者呢？

“淫慢则不能励精，险躁则不能冶性”。在一个信息爆炸并且充满诱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

惑的时代，一个投资者如果不能“静以修身，俭以养德”，将很难维持长期复利增长，愿君以诸葛亮的《诫子书》为鉴。

温馨提示：本书中所谈及的任何一家上市公司，旨在表述特定的某个观点或方法，均不是具体的投资推荐，敬请各位读者朋友知晓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一章　以上市公司的甄选为核心理念

凡事理念先行，投资者应首先建立这样的投资理念：在自我不断反省的基础上修正市场认知、着力于上市公司分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上市公司的经营发展是投资决策重点

投资大师巴菲特曾经说过：即使格林斯潘告诉他未来3年美国的货币政策，他也不会改变自己的投资策略。可能对于我们很多人而言，巴菲特说的这句话简直是不可想象的“大谎言”—货币政策的哪一次变化没有影响到股市呢？巴菲特缘何可以如此不顾及货币政策这一个非常重要的宏观层面呢？其实，并非巴菲特本人说谎了，他的投资策略是由他的投资理念和方法所决定的，他更喜欢探寻微观企业的价值及未来发展，而非宏观经济的走势。

事实上，宏观经济是极其复杂的一个系统，并非一般的个人投资者能够看透，即使是专业投资机构也未必对宏观经济了如指掌。当我们发现宏观经济变得糟糕时，通常已经晚了；当我们预测宏观经济走势时，预测往往与现实背道而驰；当我们都沉浸在安枕无忧的太平盛世的日子里时，可能我们谁也不会想到，第二天就爆发了金融危机—谁知道呢？影响宏观经济的因素太多，以至于使得它具备了某些变化莫测的特性。宏观经济层面每天都会有看似新鲜的新闻报道，但事实上，谁又能轻易看到其背后的隐患或者力量呢？

总体上说，宏观经济并非不重要，但是对于个人投资者而言，并非人们想象的那么重要。为什么这么说呢？宏观经济中的人为因素更多、不可预测的因素也多，整个宏观经济就是一个复杂的生态系统，虽然其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中有固定的某些规律，但历史发展的经验表明：相对于单个经济体而言宏观经济微妙、复杂，更具有不可预测性。

例如，在宏观经济方面，总有“经济硬着陆”或者“经济软着陆”或者“二次探底”或者“经济崩盘”之类的说法，但是，我们经常看到的现实是：事情并没有预测的那么糟糕，大部分的日子还是“风和日丽”。我们对2008年金融危机爆发时的情形记忆犹新，当时的情况在投资界简直就是“世界末日”，因为绝大部分的投资者都非常悲观地认为是“世界末日”了，中国的经济将随着全球金融危机迅速下滑。但是，我们回头一看，金融危机确实影响很大，但并没有到“世界末日”的地步。

有趣的是，我们发现了一个可以进一步说明我们观点的现象：虽然有众多企业在2008年金融危机中迅速衰败，但也有不少的企业并没有因为金融危机的爆发而走下坡路，反而实现了业绩增长。这样的企业有：云南白药、双鹭药业、东阿阿胶、张裕、贵州茅台、五粮液、航天信息、广州友谊和全聚德等。为什么一些类似上述的企业似乎具有一种能够避免金融危机这种宏观经济环境不利影响的能力呢？简单说，这就是优秀企业的重要表现之一，它们可以在不利的环境下特立独行地成长，这正是我们日夜在寻找的有重要长期投资价值的对象。千万别弄错了，这里可不是推荐股票（好公司并不代表是好股票，因为还有个价格问题），只是拿这些企业来说明我们的观点：宏观经济并不像我们想象中的那么重要。只要我们能够找到像云南白药这样的优秀企业，我们会进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一步忘记宏观经济那些事儿。

本书的内容绝大部分都是围绕寻找到类似云南白药的具备特立独行成长能力的企业而准备的，希望亲爱的读者朋友们能够喜欢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

真正的风险来源于上市公司的经营发展

股票投资的真正的风险究竟在哪儿呢？归根结底，风险来自于我们所投资的企业经营状况的变化，而并非市场交易价格的大幅波动。当然，我们极力强调要以具有“安全边际”的价格买入优秀企业的股票，但是这仍然无法阻挡市场交易价格进一步地跌破“安全边际”线，这又有什么关系呢？别的投资者在犯错误，难道我们也要跟着一起犯错误？只要我们持有的优秀企业仍旧蒸蒸日上，超跌的市场价格终究会回归合理，这是无法否定的经济学基本原理—价值决定价格。

资本市场是非常复杂的一个交易系统，其中交融了许许多多投资者的个人看法（这些看法各不相同，当趋于一致时，市场价格就会趋于一致），还有许许多多投资资金的无休止的“乾坤大挪移”行动（基金经理迫于各种压力，不得不进行某些并非自愿或合理的“调仓换股”）。不可否认，市场价格在一定程度上是对股票内在价值的合理反映，但是，市场价格也在很多时候不能正确反映出一家优秀企业的内在价值。而聪明的投资者，恰恰是利用市场价格不能正确反映股票内在价值的机会获得一个具有“安全边际”的买入价格，因此，从某种意义上说，市场价格的大幅波动，对于聪明的投资者而言，反而是一种机会，是一件好事情，而并非是投资风险。

不少个人投资者特别在意市场价格的波动，股价一涨就高兴，股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一跌就忧心忡忡，这是典型的没有“主心骨”。投资者若不能从真正意义上确立对一家企业的价值认知，则极难脱离受到市场交易价格困扰的境地。有些个人投资者，即使以极具有“安全边际”的价格买入了一家经营状况非常稳定的优秀企业的少量股票，他们也可能晚上睡不着觉。为什么呢？因为他们担心明天的股价是涨还是跌，这是对于投资多么大的无知啊！

有一个非常有趣的现象。人们在很多时候，都认为房子是比较保值的，买了房子，基本上是一百个放心，根本不担心房子明天的价格会下跌，因为人们对于房子的价值通常比较熟悉。人们常常会这样想：就算刚买的房子明天就跌价又有什么关系？反正都是自己住的。然而，截然不同的是，人们对于建筑房子并且还拥有大量土地和持有经营物业的某家房地产上市公司的股票价值却通常持有相反的看法。当我们试图去说服一个相信房子价值的人也同样去相信某家房地产开发经营企业的价值时，发现这是一件非常困难的事情—当然，股票（一种金融资产）的价值比单纯一套房子的价值有更大的识别难度，识别其价值的门槛是比较高的，这也造成了人们对于股票价值的一些偏见，再加上股价每天都在变化，更让不知其“内情”的人们感到不安，由此认为股票具有很大的风险。

认识到风险的真正所在是检验一个投资者的投资理念是否成熟的重要层面，当一个投资者可以坦然面对市场交易价格波动，并且很自觉地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

将更多的精力花在所投资企业内在价值的研究层面时，在某种意义上，可以说这个投资者已经是越来越成熟了。许许多多的股民，因为没有认识到股票所代表企业内在价值的重要性，而陷于不断地在股价的短期涨跌之间买来卖去各种各样不同的股票，到最后却发现：辛辛苦苦十几年炒股，还是回到了原地。我们有时候非常吃惊：有些股民显然对于企业一无所知，他们手头的资金大约多半不超过100万，但是检查他们所买卖过的股票数量，有的却多达500多只，这是一只规模庞大的基金持仓股票数量的规模。我们认为，只有一个专职股票交易员（操盘手）才会因不同委托人的指令进行各种各样的不同股票的来回买卖，但是，这些股民朋友们却比一个专业操盘手更疯狂，确切地说，他们玩的是交易，而并非投资。

记住，市场交易价格的波动不是真正的风险，真正的风险在于我们对一家企业的内在价值的认知是否构建在坚实的价值分析之上，并且我们所认知的这种内在价值是否发生改变，是朝着更好的方向变化还是朝着坏的方向变化？除此之外，风险还在于我们是否能够坚持我们所认知的价值，并且从心灵深处坚信之。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“自下而上”与“自上而下”交错进行

从选股的路径而言，通常存在着两种殊途同归的方法，一种是所谓的“自上而下”，另一种则是“自下而上”。

何谓“自上而下”呢？它相当于从大到小，从宏观到微观。当我们面临投资选择时，我们可能会从一个国家开始出发，分析这个国家有没有投资前途，之后，我们会进一步分析这个国家的哪个行业最有前途，进而我们会分析在这个国家最有前途的那个行业里，最有可能胜出的那个企业会是谁。这时候，我们有点像战国时代的策士，需要审时度势，具备战略分析家的眼光，在纷乱的战国时代找到那个最有可能成为霸主的诸侯，我们去“投靠他”—投资它。

这种“自上而下”的选股路径看起来有非常明显的优势，因为从大到小，就可以避免大方向上的错误，是从战略到战术的路径选择。但是，这种“自上而下”的方法也明显存在问题，当我们没有对处于微观中的一个国家的低层民生状态及其企业经营状态进行深入的研究时，我们何以知道这个国家或者这个行业是可靠且具有投资价值呢，难道是靠拍脑袋，说它行就行，不行也得行？

“自下而上”的方法则反其道而行之。“自下而上”是一种见微知著的方法，是让我们从微观到宏观，从小到大。“自下而上”有点像封建时代的皇帝微服私访。记住，所谓“自下而上”并不是说我们可以完全不了解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

宏观的东西，恰恰相反，我们要具备一定量的宏观认知，要做到“胸中有丘壑”，像皇帝一样，心中装有“万里江山”，然后进行微服私访，只有这样，才能真正发现投资机会所在。见微知著对于那些具备一定见识的人才会起作用。没有一定知识储备的人，将难以从细微的变化中发现将来要发生的大事情。一叶而知秋，没有对天文气候规律的了解，何以知之？

因此，从本质上说，“自上而下”与“自下而上”的择股路径都没有错，只是，我们更趋向于认为：当我们建立了对投资市场的基本认识后，我们更应当采取“自下而上”的方法进行分析，我们的眼睛更应当往下看，从下面再回到上面来。或者说，我们更主张将两种方法交错应用。可以粗略地从“自上而下”开始，继而又转为“自下而上”，这样既可以做到战略方向不错，又可以将战略落到实处，而且可以从战略的落地处反向论证战略的科学性—这样我们的投资决策无疑更具有弹性及安全性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只有少数上市公司股票值得长期持有

并非所有的股票都是可以长期持有的。在任何资本市场中，只有少数的股票是值得长期持有的，千万不要误解长期持有股票的这个重要前提条件之一。

或许不少投资专家都会告诉你：股票长期持有才能赚大钱。这句话是没有错的，问题的关键是你一定要知道这句话的背后指的是一家优秀的企业。时间是优秀企业的朋友，是劣质企业的敌人。上市公司当然是所有的公司中相对较优秀的，但是，并非所有上市公司在聪明的投资者眼里都是优秀的，具有投资级别的优秀企业只占少数，而具有长期投资级别的优秀企业就更是凤毛麟角了。

许许多多的股民都会抱怨一个类似的问题：这只股票我拿了好几年，到现在还是亏损的，股市赚钱太难了！股市不是提款机，是实实在在的绞肉机！

这是对股市和股票非常大的误解！股市从来都不曾是提款机，即使是牛市，也有不少的股民在亏钱，熊市就更不用说了。股市也从来都不是绞肉机，因为即使是熊市，也有少部分投资者是可以赚钱的。对于那些未能真正了解股市及股票本质的股民而言，大部分时候股市都将是绞肉机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

排除某些小市值股票被人恶意操纵股价的情况外，长期而言，大多数股票的交易价格是趋向于价值水平线的。如果一家企业的经营状况一直稳定增长，那么，其股价长期趋于上涨的概率是极大的。对于一些股利率很高的企业而言，即使股价不上涨，投资者也可以在长期持有中获得稳定的股利收益。相反，如果一家企业的经营状况波动不稳，业绩时高时低，或者有些干脆就是亏损，且这种情况在未来仍没有改观的希望，那么长期而言，其股价是没有上涨希望的（排除“坐庄”者对股价的非法操纵）。

明白了并非所有的股票都可以长期持有的道理后，读者朋友可以继续阅读本书后面的内容，它们可以有效地帮助你识别哪些企业是优秀的并且其股票适合于长期持有的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

确保所投入的资金是“闲钱”

在这里我们做出重要警示：如果我们没有稳定可靠的“自由的现金流”来源，也就是说当我们没有“闲钱”的时候，最好远离股票市场，那真的不适合我们。

为什么没有“闲钱”就不要进入股市呢？

这是因为股市从来都没有100%赚钱的概率，相反，大部分时候“浮亏”的概率远远超过赚钱的概率。短期内的股票市场表现，没有人能够预测准确。即使历史上表现非常好的股票如云南白药，其股价也同样不是一路直线上升的，虽然整体趋势是上升的，但当中也是经历了曲曲折折的过程。如果我们恰好在其股价波动的某个高峰点买入了，而股价转头下跌，因为我们投入的资金不是“闲钱”，所以，我们必须“割肉”退出。这就完全背离了我们的投资初衷和理念，我们只能眼睁睁地看着一只大牛股从我们身边跑过，心有余而力不足。

如果投入的是“闲钱”，那么，即使我们是在2007年上证指数6000点时买入云南白药也是不足为虑的，虽然买价颇高，但3年后我们就发现，我们还是获得了超过100%的收益，云南白药的股价又翻倍了，3年的时间年均复合回报率约为26%，我们已经达到巴菲特先生的水平了。

道理很简单：如果不是“闲钱”，即便是大牛股，我们也有等不起的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

风险。从投入资金的第一天起，我们就担心着要“还债”，我们还可能有什么正确的决策呢？投资是需要时间的，即使我们非常幸运地选择到了大牛股，我们也要有时间让它慢慢地表现出“牛气”来。

说到这里，不得不论及有关现金流的一个重要问题：杠杆。

杠杆是双向的，杠杆的作用常常只是使事情运动得更快。所以，建议通常情况下，我们只选择有“闲钱”的情况下投资，选择杠杆式投资不是我们所倡导的，因为杠杆式投资的控制相对复杂很多，这对于个人投资者来说是极大的风险。高杠杆的投资工具在国内有股指期货、商品期货、权证等。这些投资工具对于个人投资者来说，即使是以“闲钱”来投资，其风险也是过大了，这里不提倡，也不是本书论述的内容。我们重点要讨论的是有关“借钱炒股”的问题，这是一个普遍的现象。“借钱炒股”就是一种杠杆式投资，这个问题我们宜谨慎对待，不论是借谁的钱，不论是否要支付利息，我们都应当谨慎对待。有些人认为：反正借的都是亲朋好友的无利息的钱，大不了慢慢还钱给他们呗。这样做太没有责任心了吧！应该知道，浪费资金同样是可耻的行为！如果借无利息的钱进行投资尚可容忍（似乎只是良心和责任的问题），那么，借高利贷进行投资则是坚决要否定的。有些民间借贷利率高达20%，这不是一般个人投资者可以承受的，这种利率最后的结果可能会使我们更快地走向破产。我们知道，长期来看，资本收益率能达到20%已经是非常高的水平。由此可知，我们又如何超越这一收益率水平，从而可以得到扣除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高利贷利率成本后的利润呢？这是一个可想而知的陷阱。这里再次声明：作为个人投资者，宜极度谨慎地使用各种杠杆工具进行股票投资。

也许我们自认为已经有相当高的“投资水平”，但是我们应该知道，水平高如索罗斯者，也未必能幸免于难。记住，杠杆是魔鬼，它的主要作用仅仅是使事情运动得更快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二章　做一个真正独立思考的投资者

真正的围绕上市公司的甄选为核心的投资理念，是需要投资者付出很多精力的，而在这个过程中，投资者特别需要保持独立思考的状态，让自己做到可以“知止”，做到“能静”、“能虑”，形成情商层面的稳定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自我反省是投资进步的阶梯

“知止而后有定，定而后能静，静而后能安，安而后能虑，虑而后能得”。这是我国古代经典著作《大学》里的一句话，其意义深远不可言传—不是不能理解字面意义，而是要真正领会其深层意义，须在日常中不断地自省。

不断地反省自己，才能不断地取得进步，成就属于自己的成功投资。武侠大师教的招数可以登峰造极至“降龙十八掌”，但是，还要记得天外有天的道理。当某一天我们遇到比“降龙十八掌”还厉害的功夫时，我们何以接招？

“骄必败，满招损”，我们只有无限地敞开胸怀，才能像大海一样吸取全球的水分，为我们所用。投资大师的经历告诉我们，我们必须不断地反省自己，才能不断地超越。巴菲特早年的投资哲学是模仿其大学导师格雷厄姆的，即不断地在市场中寻找股价大大低于其净资产账面价值的股票，然后捡起来，狠狠地像吸食最后一口雪茄烟一样，吸食完便扔掉。这种方法被形象地称为“雪茄烟蒂投资法”。然而，随着社会变迁，市场上越来越找不到这种“雪茄烟蒂”，巴菲特曾经一度陷入迷茫中。但是，他是个非常好学之人，他后来反省了自己的这种只买“便宜股”的方法，开始接受美国另一位投资大师费雪的投资思想。费雪是成长股投资的先驱者，他认为可以用更高的溢价买入高速成长的企业，并且长期持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有。巴菲特完美地吸取了费雪的思维，使之融合于他已经流淌着格雷厄姆血液的身心中。这种改变对于一个人来说，是非常具有挑战的，巴菲特接受了这种挑战。最终，他形成了自己独特的投资哲学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期独立思考方能取得超额投资回报

许多经验表明：那些可以持续取得超过市场平均回报水平的投资大师，都是特立独行的人物。

资本市场是风险与收益并存的，任何涉及资本的地方，都存在着或多或少的诱惑与陷阱。一个投资思想并不成熟的投资者，进入投资市场，无疑将要承受难以预料的风险，轻则亏损，重则可能倾家荡产，这绝非危言耸听。2008年金融危机来临之时，因为股价的暴跌，那些使用杠杆进行投资的投机者们，有些已经是倾家荡产了，还有少部分人还走上了自杀之路，这是血淋淋的经验教训。资本市场虽然不是什么战场，但是除了没有刀光剑影，它在某些方面甚至比战场更为残酷。

基于资本市场的险恶一面，我们这里特别强调一个至关重要的理念：我们无论何时何地都要坚持独立思考，只有做到了独立思考，我们才有可能在资本市场中真正实现财务自由的目标。

资本市场的险恶一方面来自于市场本身的波动无常，另一方面也是更值得注意的是资本市场不同利益群体之间的关系。不可否认，投行是一个中介，投行一方面帮助公司上市，收取上市公司的佣金，另一方面又不动声色地“鼓励”大众频繁交易，因为只有大众的频繁交易，它们才有更高的交易佣金收入，如果所有的股民都是买了股票一年半载都不卖，估计大半的投行都得饿死了。在实际中，投行屡屡充当了代言人的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

角色，它们既会“吹捧”一家企业，同样也会“踩扁”一家企业，而且，表面上看起来，它们都是有理有据的。投行竭尽所能帮助公司上市，也往往左右发行定价。最糟糕的是，这时候的基金经理们往往都参与高价发行。而且，当一个投行足以影响大众决策的时候，它可能就会利用自身的这种影响力来左右市场。在美国，以高盛为首的投行，它们的一举一动、一言一行，哪一次不对股市构成影响？再说资本市场中除投行以外的另一个举足轻重的角色—公募基金。公募基金是资本市场中最庞大的机构投资者，它们手里掌握了庞大的投资资金。这既是对于资本市场活跃发展的有利一面，也是一个将资本市场引向反复无常、险象环生的重要推手。因为受到基金机制的影响，基金经理一直面临着短期的“绩效考核”，而且常常面临着基金被基民赎回的压力。这迫使他们极难进行较长期的投资，而总是反复在市场中进行所谓的“波段操作”。更可怕的是，有些基金经理为了个人利益，弄起来一大堆的或大或小的“老鼠仓”，真是“剪不断理还乱”的错综复杂的关系。

当然了，除了投行和基金外，还有一个重要的角色也对资本市场构成了极重要的影响，这就是上市公司的管理层。有些上市公司的管理层，为了自身的利益，常常极尽所能地做“假账”，刻意将利润提高，并且秘密配合投行及基金，将股价抬升。他们的目的或者是为了自己手中的股票或股票期权获得更好的收益，或者是为了从资本市场获得更多的融资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

简而言之，资本市场的重要利益群体，都代表了各自的利益，而这种利益关系在一定程度上助推了资本市场本身的波动，无法明察其内情的普通投资者极容易受到伤害，许许多多的股民踌躇满志地走进股市，却总是垂头丧气地走出来。

所以，从根本上说，只有我们自己全面地独立思考，并且长期坚持独立思考，才能在万般险恶的市场之中存活下来。

最后，这里列举几个投资大师独立思考进行决策的事实。

（1）投资大师芒格的办公室有电脑，但他几乎从不使用，他声称只要有一张复利表和一个计算器就足够了，多么顽固不化的投资大师！在芒格的世界里，信息或者信息工具只要够用就行了，多一点点他都不感兴趣。

（2）美国运通公司突发色拉油丑闻事件，华尔街立马用脚投票，投行纷纷给予这家企业评级下调、看空，投资者纷纷抛售美国运通公司的股票。巴菲特不看观点，只调查事实，经过调研他发现，运通公司不会因为这次突发事件而丧失其竞争优势，他开始大量买入运通公司的股票，最终获利丰厚。

（3）彼得·林奇曾经把资金投在了一家根本不会列入华尔街买入名单的“Cajun清洁剂公司”，这家公司的股票没有一个机构投资持有—这是一个重要的信息，机构都看不上它。但是，彼得·林奇却发现它是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家极其完美的小公司，随后在其股价受大盘拖累快速下跌后买入了这家公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“知止”是自我反省的重要方法

“知止”一词的字面意义是懂得止步，即古代中庸思想强调的“适可而止、不偏不倚”。中庸思想的核心是把握事物的尺度。伟大的企业家、投资家李嘉诚的办公桌后的墙面上挂着一幅书法作品，只有两个字，那就是“知止”。请不要忽略了这两个字，它实际上已经是李嘉诚一生经营哲学的基础。李嘉诚对于有足够安全边际的投资交易会毫不犹豫大手笔“下注”，他在危机来临时大手笔出售香港房地产，他在看好3G时，大手笔买入欧洲国家一些企业的股权，但是，当在德国的3G投标中，因为牌照价格太高（没有他认为的安全边际）时，他主动地出让了中标书。机会来临时，他可以表现得像一头饥饿劲十足的狮子，凶猛地捕食。但是，一旦他感觉到危机来临时，他会乖乖地“停下来”，等待新的机会出现。

在信息化时代的今天看来，“知止”这个词语所传达的意义仍然具有普遍的适用性。我们都知道苹果公司的乔布斯，如果不读有关于他的报道，我们能想象一个创造了iPhone、iPad等引领全球IT时尚产品的领导者是个什么样的人吗？也许我们都会猜测，他一定极度时尚、新潮，因为我们觉得这才能与苹果产品形象相配。但事实上，他却是个虔诚的佛教徒。他信仰佛教的禅宗。“禅”是什么？“禅”的本质就是人之“知止”。曾经被赶出苹果公司，也许这就是乔布斯最大的“知止”，这种“知止”是被迫的或许也是他心底里自愿的。然而，这种被迫式的“知止”为苹果的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

新时代准备了充足的条件，正所谓“天将降大任于斯人也，必先苦其心志，劳其筋骨，饿其体肤……行拂乱其所为”。

“禅”是东方哲学，却在一个典型的西方企业家身上表现得如此出众。我们难道不该停下来审视自我吗?

“知止”是中庸哲学的“过犹不及”，在快节奏的现代文明社会，“知止”更显现出其无穷的魅力来。在我们忙于应对无穷无尽的信息、各种莫名的压力时，应当让自己保持一份清醒，这种清醒哪怕一天只有10分钟，也足以让我们不至于被潮流所湮没。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

培养独行侠式的“定性”

定而后静，静而生慧。当我们无法“定”的时候，是不可能有好的投资主意的，可能的结果往往是：跟着大批股民带着暴富的幻想冲进去，而后垂头丧气地“割肉”出来，对着人便大喊：炒股炒糊了！

在面对狂热的市场状态时，投资大师巴菲特表现了其特立独行的“定性”，他曾在致股东的信中说：“我们深感岿然不动是聪明之举”（见《巴菲特致股东的信》）。巴菲特的“定性”使他规避了美国股市历史上诸多的大危机，他的大手笔投资，都是在人们极端不看好股市的时候出手的。有一句名言相信我们已经听得耳朵都成茧了—是的，不要再听了，去执行吧。那就是“人人恐惧的时候，应该有所贪婪；人人贪婪的时候，应该有所恐惧”。

2008年由美国次贷危机引爆的全球金融危机导致全球股市大幅下跌，上证指数也由6 000点跌至1 600多点，人们恐慌了，似乎世界末日还远远没有结束，地狱之下还有更深层的地狱。很多股民实在是忍耐不住了：认输吧，留点老本过日子。许多人在2 000多点的位置抛掉了，之后，市场跌至1 600多点，他们高兴坏了：看来，这个主意真不错，还好，卖得还不算太晚！可是，没多久，上证指数反弹至3 000多点，他们猛然发现：之前卖出的价位竟然在山脚下，他们反过来后悔卖得太早了。这个时候的资本市场，一大堆的热门概念摆在他们的眼前：新能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

源、高铁、智能电网，还有一大堆的券商研究报告推荐买入。他们开始心动了，原本脆弱不堪的“定性”立马荡然无存，于是他们又拿着现金冲进去了。结果会怎么样呢？可想而知。

“定性”似乎是天生的性格成分，但后天“定性”也是能磨炼出来的。实践失败后的醒悟当然是锻炼“定性”最好的“教材”，但是，这种“教材”的购买代价往往太高了，可以理解为没有安全边际。我们不可能凡事都一定要经历大劫大难才有所醒悟，这不是智者所为。我们的先人已经有浩如烟海的“定性”教材，我们随手即可拿来学习，为何一定要亲力亲为地实践一次次同样的失败呢？我们的老子、孔子和六祖惠能等，他们哪一个不是有“定性”的大家？《论语》、《菜根谭》和《金刚经》等，哪一部不是上等的教我们如何做到有“定性”的教材？倒掉我们杯子中残留的水吧，重新装上一杯，会装得更多。

《三国演义》中有个故事：曹操和刘备两人青梅煮酒论英雄，此时突起雷电，刘备吓得手中的筷子都掉地上了。曹操哈哈大笑，也许他认为刘备是极其不够“定性”的，胆小如鼠，也许他也知道是刘备在伪装。但无论如何，刘备的表现也让曹操对他的打分降低了。由此情节也可见，曹操判断一个人能否成大事业的一个极重要的条件是“定性”或者说“定力”。这很有借鉴意义，资本市场里常常都有出人意料之外的“雷电”出现，如果我们吓得面如土色而抛售，结果并不是像刘备一样获得了“蛟龙出海”的机会，而是可能被曹操之流一脚踩在地下，受尽盘剥之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

痛苦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

努力做到随时随地“能静”

“非淡泊无以明志，非宁静无以致远”，这是诸葛孔明的信条，淡一点，静一点，智慧如泉涌，想挡都挡不住。

静下来，静下来，再静下来，必须静下来！

因为这是一个容易躁动的世界，因为这是一个看似越来越复杂的世界。

彼得·林奇的忠告之一：下单之前沉思两分钟。

别小看了那两分钟，这是沉思状态下的两分钟。这两分钟里，真诚地问自己一些问题：我们了解这个行业吗？我们了解这家企业吗？我们投入到这家企业的一元钱一年可以产生两角的现金流吗？这家企业现在的股价有安全边际吗？诸如此类。

彼得·林奇的两分钟沉思，做的是自我独白。他在《彼得·林奇的成功投资》[1]一书中指出了他的自我独白内容：“我对这只股票感兴趣的原因是什么、需要具备哪些条件这家公司会取得成功，这家公司未来发展面临哪些障碍。”

彼得·林奇认为，如果我们做的自我独白的理由可以让一个小孩子都能听得明白，那就证明我们对一家企业已经有了较深层次的认识，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个时候的买入行动应是属于理性的。

“能静”当属一种难能可贵的品质，有些人天性中带有“能静”的基因，这种人先天有福。有些人天性中没有“能静”的基因，他们需要通过后天的努力培养出“能静”的基因，方可以在投资世界里好好地存活下来。

如何通过后天的努力获得“能静”的基因呢？这里介绍一些直接有效的办法—当然了，如果你有更好的方法，大可不必参照下面的内容。

禅坐：轻轻闭上你的双眼静坐3分钟，一天中哪怕坚持只做3分钟这种修炼，都会让你的“能静”磁场不断地得到加强，你会享受到无穷的乐趣。建议开始练习禅坐时，应观看一些有关禅坐的视频教学文件或一些教人禅坐的书籍。

音乐：好的音乐会潜移默化地改变人的心智模式，有些人长期听一些狂躁的音乐，久而久之，其性格也变得越来越狂躁。而有些人长期地听一些节奏舒缓的音乐，比如一些中国古筝名曲如《高山流水》、《梅花三弄》、《春江花月夜》、《渔舟唱晚》等，久而久之，这些人心胸就会变得宽广，言行举止均有所变化，这种变化通常是人们很难在短时间内感觉到的，好的音乐对人的改变是“润物细无声”模式的。

诵经：佛教经文是有无限能量的深奥知识，常读经文不但功德无量，而且也会使普通人的智慧增长。如《金刚经》，便是智慧之经，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《心经》更是集合了所有的智慧灵光，每天花3分钟默念之，心胸会越来越宽广，为人处世会变得游刃有余。

品茗：茶文化是最合拍于“内省修行”的，沏茶、赏茶、闻茶、饮茶，每一步都是一种学问，喝茶是健康的、益智的，尤其是对于现代社会物质生活越来越富裕而言，常喝茶，能有效排除身体内堆积的各种毒素。茶道深远，妙不可言，对于投资者而言，我们不必苛求如品茗大师般的境界，毕竟他们是“茶迷”，有足够的休闲时间打发在喝茶悟道上，而我们仅仅是实用主义者，我们需要更多的是茶的功效，茶尤其是绿茶可以让我们的心境更容易达到“平和宁静”的境界，使人不容易乱了方寸。功利点来说，我们需要的是借用茶的外力，在品茶的过程中使自己的心静下来便可以算得上是成功了。

与上述有效帮助我们静下来的方法相反的是，有些习惯我们必须克服。

行情信息依赖症：行情这个东西，天天都在变化，没有人能说得清楚，没有人能预测得准确短期的变化。对于没有人可以预测准确的东西，我们何苦去依赖它呢？当然，如果我们是做股指期货交易的，那毫无疑问要预测指数的变化，可是，即使是天才般的股指期货交易操盘手也没有能力天天准确预测指数变化。试图预测指数短期变化的投资者，犯的是方向性错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内部消息依赖症：所谓的内部消息通常都是传闻，是极不可靠的。真正的内部消息是极少以小道消息传播开来的，因为内部消息本身就是高度保密的，比如企业的并购重组等重大事项，是严格保密的，董事会任何成员泄露相关信息都要受到法律惩处。难道我们可以依赖董事会成员冒着违法风险来为我们提供内部消息吗？显然是痴心妄想。关于内部消息，我们最多可以说是做某种可能性的推测，那是和内部消息完全没有关系的。我们可以依据企业的种种已经发生的迹象推测其未来可能要发生的重大变动，这是可行的。而所谓的内部消息则完全是不靠谱的。

成功的投资大师从来都是“极其简单的”。芒格和巴菲特两人几乎是不用电脑的，他们懂得让自己静下来，用自己的思想指导自己的行动，他们从不盲从。

[1]该书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

做一个“能虑”的智者

凡事预则立，不预则废。人生于忧患，死于安乐。投资世界的人们，莫不如此。芒格说，有些人直到死也不愿意思考，他们就是这样死的。投资大师芒格有个奇怪的思想，他喜欢做什么行动之前都思考同样一个问题—芒格将会死在哪里？思考这个问题的好处就是让芒格更深入地分析行业及公司的基本面，当他弄清楚了他会死在哪里后，他就永远也不会去那个会让他死的地方了。千万别小看了芒格的这个想法，这个想法是投资世界永恒的基石：安全边际（本书许多地方都会强调这个问题）。

智者千虑，必有一失。何况无一虑呢？我们都是凡夫俗子，凡事皆应“如履薄冰”方为上策，中国哲学历来强调“谨慎从事”，诸葛亮一生都谨慎行事，从不弄险，纵有他这般的神机妙算况且如此，我们凡夫俗子有何理由对“谨慎”说不呢？俗话说小心驶得万年船啊。

三国中顶尖的英雄均是“能虑”的，奸雄曹操本性“多疑”，他的这种“多疑”在现代来说，就是勤思考、多分析；司马懿更是“鹰视狼顾”，疑心很重，智慧全装在脑子里，从事更是小心翼翼，比诸葛亮有过之而无不及。

反观三国中的失败者如袁绍、吕布，均有一个“言过其实”的共同特点，他们两人也不是不能虑，而是不会虑。我们知道，发现问题、分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

问题和解决问题都要遵循事物的内在规律，违反了规律，必定会导致越是多虑越是失败。例如，由袁绍在官渡战役中对谋士许攸的怀疑可知，他的“用人疑人”的弱点以及对战事本身的错误判断，促使他没有使用许攸的策略，反而把许攸逼向了曹操阵营，导致了对官渡之战具有决定性意义的重大失误。许攸是深知袁绍军情之人，他转投曹操，无疑对袁军是致命性打击，结果完全不出乎意料。

由三国中成功与失败的人物故事可见，“能虑”更强调的是“会虑”，就是说要有科学的思考方法，不是依着自己性子来，胡乱猜疑，那样肯定适得其反。在投资世界里，“能虑”就更讲究方法了，每一个分析都应有事实依据，每个分析都应当符合逻辑。我们说一家企业值得投资，不是因为它的管理层对媒体记者说：“我们今后3年的净利润增长率不会低于50%。”我们不相信空口无凭，无论这句话出自何人！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三章　买卖理由应基于坚实的分析

基于上市公司分析的投资理念，需要的不仅是火一般的热情，更多的是理性逻辑和数据。如果买卖理由的逻辑和数据是正确的，并且基于完备的知识结构和多元思维模式，则投资胜算的概率会大大提升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仔细审视过往的投资清单

停下来，好好想想我们在阅读本书之前的投资经历，这是建立科学投资理念的必要一步。

美国的石油大王洛克菲勒从小便有一个良好的习惯—喜欢记账。记账有什么好处呢？他可以由记账发现自己的每一次收入与支出，从而让自己知道哪些钱是花得不值得的，哪些钱是花得值得的。我们认为，洛克菲勒记账的好习惯应该是投资者要学习的。如果直到读到本书时，我们仍然没有养成记账的好习惯，那就养成一个写投资日记的好习惯吧。我们认为，有了真实记录的投资日记，投资者可以有理有据地检视自己的过往投资经历。

在没有投资日记，也没有记账的前提下，投资者对于过往投资经历的检视也可以采取以下的办法。

首先大概计算一下入股市以来的投资回报率。举个例子，假如我们是在2007年第一次踏入股市的，当时投入到股市的资金是20万元，后来，我们又陆续投入了一些资金，有可能我们已经记不太清楚后来投入多少资金了，可见记账是非常必要的。这里，只做个假设，假设我们在2008年又投了10万元进去，在2009年又投了20万元进去，而在2010年底当我们查看资金账户时，发现股票市值总共是60万元。那么，我们的年投资回报率是多少呢？显然，这是计算不清楚的。因为我们没有记录

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2007年的20万元投进去是什么日子？一年后那20万元变成了多少？同理，2008年和2009年的也是如此。如果笼统地将3年一起投入的资金共50万元作为我们计算投资回报率的原始资金，那么，到2010年底即我们入市后的第3年我们一共获得了10万元的利润，即年均复合投资回报率大约是6.3%，略高于存款利率—祝贺我们自己吧，我们利用资金投资的水平还没有差到令人大跌眼镜的地步，起码是已经略优于将资金存放在银行里“吃利息”了。我们应该在这里顺便陈述关于复合投资回报率的计算方法。我们可以在电脑里打开EXCEL软件，在任何一个单元格里输入power公式，怎么输入？可以输入“=power（60/50，1/3）-1”，即可自动计算出来，很方便简单，其中60是投资最终所得的资金，50是初始资金，3是期数（年），1是固定值，请记住这个小小的计算技巧。

在检视投资回报率时，如果发现我们过往的投资回报率低于同期银行存款利率或者同期国债利率，则要深刻反思了。必须承认，或许我们的投资理念或方法还没有真正步入正轨，我们急需学习与进步。

其次，在检查完过往投资回报率后，要检查过往的交易记录。投资回报率只是一个结果，这个结果只是提醒我们在过去的岁月里，我们获得或损失了多少。然而，着眼于未来的投资，这种结果对我们并不是重要的。重要的是我们必须知道为什么会有那样的投资回报率，这就需要我们进一步检查交易记录。交易记录至少会让我们看到三个事实：一是我们选择了哪些股票进行投资；二是我们在何时进行了这些股票的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资；三是我们每一次交易这些股票是亏损还是赚钱。事实上，当我们认真地检查自己的过往详细交易记录时，我们会获得不小的进步，最直接的反映也许就是这样责备自己："为什么那么笨呀，这明明是好股票呀，怎么亏损一点点就卖了呢？当时是不是喝醉了？"

责备是对的，但是不足够，我们还是快点把自己过往的交易记录分类整理下。怎么分类呢？可以按交易的股票的行业进行分类，同时又按是亏损还是赚钱进行分类。可以将交易记录整理成表格，模拟举例如表3-1所示。

表3-1 交易记录模拟举例

交易股票名称	所属行业	盈亏情况（%）
云南白药	医药、快速消费品	15
全聚德	餐饮、快速消费品	−5

有了诸如上面这样的交易记录列表后，我们就能非常清楚地看到自己的"足迹"了，但是必须清楚，这样简单地列表是远远不够的，接下来，我们要做一件更为重要的事情—尽可能详细地回忆上述列表中的每一次交易当时的情形，并且将这种回忆写下来。有些事情可能我们早已经忘记了，但是，有一点无论如何一定要想方设法弄清楚我们每一次交易的理由是什么？不要怕麻烦，多想想这个问题并写下来，无论如何都是有益的。

这里，以上述列表中的两个交易为例，进行一个模拟的交易理由记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

录，如表3-2所示。

表3-2　交易理由记录表

交易股票名称	交易理由（当时真实的想法，不要欺骗自己）
云南白药	云南白药真是太好了，发现又是众多的基金重仓股，可是股价看起来涨得很高，还会涨吧——那就跟着基金买点吧
全聚德	涨起来好快呀，现在总是不涨，总有一天会涨起来吧，全聚德烤鸭还是挺好吃的呀

在读完本书之前，我们暂且不要理会我们的买入理由有多幼稚可笑，谁不是在幼稚中成长起来的呢？只管详尽地把当时的想法写下来，千万别小看了这个写作过程，写完后我们会很自然地发现，其实在写的过程中我们已经变得成熟起来了，我们已经站在了更高的水平线上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买入的理由是否足够“靠谱”

真正揭开股票投资世界秘密与真理的是巴菲特的导师本杰明·格雷厄姆。他认为，股市经常是无效的，是反复无常的。但是，股市背后的企业价值却是可以估量的。进一步说，就是股票背后的企业内在价值的变化决定了股价的涨跌。他把股市比喻成“市场先生”，认为这个“市场先生”是个精神极其失常的家伙，他每时每刻都会向投资者报出各种股票的价格，报出的价格有时候高得离谱，有时候低得离谱。然而，无论“市场先生”的报价如何，股票背后的企业内在价值却是“有迹可循”的。本杰明·格雷厄姆教育人们，要利用“市场先生”的怪脾气，在“市场先生”报出极其低价的时候买入股票，他由此而形成的方法俗称“烟蒂投资法”—烟蒂很便宜，可以捡起来狠狠地吸上一大口再扔掉。记住，巴菲特早期的许许多多投资行动都是由他的导师的“烟蒂投资法”指导促成的。

尽管本杰明·格雷厄姆揭开了股票价值的面纱，但是限于历史条件等原因，他仍旧没有真正吃透企业的价值。本杰明·格雷厄姆所认为的企业价值通常指账面价值，即财务报表上所显示的数字价值。很明显，他忽略了企业非常重要的一个层面的价值，那就是无形资产的价值，这已经越来越被现代企业和投资者所重视。在重视无形资产价值的成长性方面，与巴菲特同时代的菲利普·费雪获得了非常高的成就，他的代表著作是《怎样选择成长股》一书，他极度重视企业的成长性，并且认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

无形资产的价值成长是企业成长的核心所在，并且他认为，投资者要享受到企业成长的益处，那么，应当长期坚定地集中持有成长性最好的企业股票。菲利普·费雪投资的两只最著名的股票是摩托罗拉和德州仪器，其中德州仪器他是在涨了14倍后都没有卖，而后又暴跌了80%，但是他仍然没有卖，后来，又涨得比原来更高，是他买入时期的价格的30倍。他的这种惊人的坚定持有是基于他对自己投资哲学的深信不疑。巴菲特也非常佩服菲利普·费雪，他曾说过，他的血液里是流淌着85%格雷厄姆的血，还有15%的是菲利普·费雪的血。

应该说，股票投资理论发展到菲利普·费雪身上时，已经非常接近于现代投资理论的深层次问题了，即企业内在价值的变化才是股票涨跌的根本原因，即通常我们所说的基本面决定股价表现。虽然“选美法”有一定的合理性，但是，它并不是基于企业内在价值理论的，而是基于市场是有效理论前提的，这就等于是犯了一个根本性的错误。这种方法认为，股票涨跌完全是由市场中群体（广大股民）的心理和行动决定的。

说到这里，我们大致可以判断下自己的投资哲学了吧。

我们也是“选美法”群体中的一员吗？或者深信“波段操作法”？又或者，我们的血液里流淌着50%格雷厄姆的血，50%菲利普·费雪的血呢？

现代信息技术太先进了，人们可以非常便捷地用电脑或手机等移动终端设备打开股票行情软件，随手一点就能看到股票走势图，我们似乎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是没有理由不去看走势图并且去研究走势图，这实在是太方便了，而且大家都这么看，为什么不行呢？

“技术分析”方法的理论基础也是“市场有效理论假设”，这是对投资者影响非常深的一个理论，“选美法”也是基于这个理论的。表面看起来，“市场有效理论假设”是非常有道理的，因为在许多时候，股市看起来都是非常有效率的。例如，国家出台了房地产宏观调控政策，房地产股票就马上开始下跌了；过不了多久，政策变得有利了，很快股票又反过头来，迅猛上涨。这时候，“技术分析”方法的信徒们便扬眉吐气地说：“看到了吧，股市是非常有效率的，股市自己会调整自己，百试百中！”

如果我们被这种貌似真理的东西迷惑，那么，无疑，我们是将自己置于沼泽中，随时都可能深陷进去。不错，房地产调控来了，大家都看到了这个利空，都纷纷卖出地产股，不断地卖，抢着卖，卖到最后的结果是价格越来越低。然而，或许就在价格非常低的时候，政策利好却来了。于是，大家都开始抢着买，越买价越高，高得怎么离谱都有可能。试问，我们如何依据这种情况去买卖地产股？有人说，好办呀，政策利空消息来就卖呗，利好消息来就买呗。可是，我们想知道的是，如果利空消息来之前我们就已经买了地产股而且是浮亏的呢？该如何处理？如果按照“市场有效理论假设”理论，因为市场是非常有效率的，这时候毫无疑问是要卖出股票，因为接下来的市场是肯定下跌的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，结果是怎么样的呢？我们接受“市场有效”发出的指令操作了，“割肉”卖出。之后，我们或许很高兴地看到股价在进一步下跌，幸亏卖得及时啊！可是，没高兴多久，我们却看到股价不断在上涨，涨得比我们当初的买入价还高出一大截，什么原因呢？政策利好来了，我们只好偷偷地哭泣。然而，我们不服输，发现市场风向已经转变，于是，转头便又买入地产股了。可是，我们最后得到了什么呢？除了亏损还是亏损。

上述行动中的我们就像是什么呢？巴菲特有一个形象的比喻：旅鼠。旅鼠就是一群没有自己独立思想，随大流，哪里有吃就往哪里跑，哪里风吹草动就逃离哪里的动物。不断地来回跳动是它们的常态，它们其实活得挺累！

写到这里，亲爱的读者朋友应该清楚有关投资哲学的基本问题了：我们信仰什么？我们的信仰值得信仰吗？切入到实际应用中来，我们可以通过前述的投资交易记录及其理由，基本上可以判断我们的投资哲学了。

举例来说，如果买入云南白药和全聚德，但是，我们的买入理由与前述的不同，而是如表3-3所示，则代表着我们的投资哲学是另一派别的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表3-3 不同股票交易理由比较1

交易股票名称	交易理由（当时真实的想法，不要欺骗自己）
云南白药	从股价走势图来看，股价从上市以来一直在呈现上涨的趋势，即使是大盘狂跌的时候，它也不跌，甚至还能略微上涨，实属罕见，买呗
全聚德	从图形上看，它一直趴在地上，就是涨不起来，可是上市当初它曾经涨得比现在高多了，俗话说：横有多长，竖有多高，买呗

很显然，如果我们的投资交易记录单里的理由大部分与表中类似，那么，毫无疑问地可以诊断出：我们是一个“技术分析”方法的信守者。

反过来，如果我们的交易记录中的理由大部分如表3-4中类似，那么，我们则完全属于另一个派别。

表3-4 不同股票交易理由比较2

交易股票名称	交易理由（当时真实的想法，不要欺骗自己）
云南白药	尽管它已经上涨了一百多倍，但是它现在的股价仍旧低于它的内在价值，它的高成长性将因为它独特的配方及家喻户晓的品牌优势而持续下去
全聚德	它是一个快速消费品的知名老字号品牌，认知度很高，享誉海内外。虽然它的股价曾经被市场爆炒过，但是，现在已经回归常态，从内在价值的测算来看，其当前股价是合理的，并有略微的低估

很显然，如果发现我们的投资交易记录单里的理由如表3-4所述，那么，我们就属于真正的理性投资者派别—我们完全不依靠市场而赚钱，我们赚取的主要是企业在相当长一段时间内成长的价值，如果说我们赚取了市场的部分钱，那是因为我们理性的头脑使我们规避了某种程度的狂热而有幸在市场抛弃优秀的企业时买到了更多的远低于其内在价值的股票。换句话说，我们是在“市场有效理论假设”完全失灵的时候采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

取买卖行动的。

当然，过往投资交易记录里的理由肯定是五花八门的，可能有些完全是没有门派特征的，有些理由甚至可能是：因为我没钱花了，想买点股票赚点钱。就这样简单的理由，但能说明什么投资哲学呢？如果是这样的情况，那么只能说明一个问题：我们对股票还一无所知！这里，我们的选择就是：要么从读到本书开始就狠狠地学习投资，要么就远离股市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

争取拥有上市公司分析的完备知识结构

若想保证买卖理由是坚实的，首先应当让自己拥有足够完备的知识结构。

说到知识结构的问题，这里首先谈谈查理·芒格这个与巴菲特同样具有精锐眼光的投资大师，他是巴菲特几十年来的投资伙伴、好朋友。据相关资料记述，芒格可以说是“书虫”，他走到哪里都离不开书，他戏称自己是一本“长着两条腿的书”。他看各种各样的书，他提倡跨学科的思考方式，他说：“如果你轻车熟路地走上跨学科的途径，你将永远不想往回走。因为那就像砍断你的双手。”

英语中有个俚语名词：lollapalooza。这个词的意思就是指那些出类拔萃的事物或者精通多学科的精英人物。芒格在论述如何白手起家创建一家价值2万亿美元的企业时，多次使用了lollapalooza这个词语，并形成了因芒格而著名的“Lollapalooza效应”。

芒格的情况及其诸多的演讲所折射出来的智慧告诉我们：优秀的投资者应该具备完整的知识结构！

当然了，对于普通的投资者而言，要求具备完整的跨学科的知识结构是非常难的，也是不太可能的。但是，我们要做的是，朝着这个方向努力！知识结构太窄，只限于某个细小的领域，并不是错误的，毕竟术

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业有专攻。我们不能要求一个化学家同时也是一个文学家，这是不合理的。但是，我们却可以要求一个文学家可以有化学家的思考角度，也就是说，我们可以培养自己跨学科的思考，这才是最重要的。

知识结构的局限性是客观存在的，人类也许永远也无法克服这种局限性。也正是因为这样，包括芒格在内的诸多投资大师们均非常强调一个策略：固守能力圈（这个问题将在本书多处会谈及，后面有专门分析）。每个投资者都有自己的“能力圈”，我们不应该轻易地走出自己的“能力圈”，因此，我们在评估自己的知识结构时，应该要非常明确一个问题：我们擅长哪个领域？如果我们长期工作于互联网企业，那么，也许互联网就是我们擅长的；如果我们长期研究新能源的开发和利用成果，那么，或许新能源就是我们擅长的。诸如此类，我们要认真客观地评估自己，找到自己真正擅长的领域，那就是我们的“能力圈”范围。

“能力圈”理论并不与我们前面所述的要跨学科思考有矛盾，这是两个完全不同性质的界定，“能力圈”是指一个范围，而跨学科思考指的是一种思维方式，即使我们一生都固守在我们自身的“能力圈”范围内，也并不代表我们可以不进行跨学科的思考。相反，我们常常需要以外行人的角度审视自身所界定的“能力圈”内的各种问题，以“无我”的境界看待投资，才能不犯偏见的错误。我们经常会犯一种错误，特别是当我们认定某个投资标的的时候，总会无意识地认为这个投资标的是“完美”的，而对很多负面的因素往往考虑不够，这是由人性的弱点造成的，因为我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们常常陷入那种“我看、我想、我要”的境界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

构建上市公司分析的多元思维模式

其次，保证买卖理由足够坚实的方法是构建基于上市公司分析的多元思维模式。

迄今为止的人类世界，似乎还没有一种哲学可以胜过马克思的唯物主义，我们作为投资者，最应该建立的就是基于马克思唯物主义哲学的思维模式，而不是以其他任何哲学为指导。唯物主义强调的是“实事求是”，在投资世界里，我们最难做到的就是“实事求是”。

作为普通的个人投资者，如何判断自己的思维模式是否基于唯物主义哲学呢？

我们可以这样自我检查一下以下问题：

我们是否相信命运？如果我们相信命运，那么，我们就偏向于唯心主义、宿命论。

我们是否总喜欢天马行空的幻想？如果是，我们则比较适合于做文学艺术而不是做理性的投资，投资必须以极其冷静的头脑为基础。

六祖惠能是佛教一代宗师，他的《坛经》有这样的记述：“时有风吹幡动。一僧曰风动，一僧曰幡动。议论不已。慧能进曰：非风动，非幡动，仁者心动。”对于“风吹幡动”这样一个自然现象，六祖惠能是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从“心动”的角度来解释的，即是说如果我们根本就无视于“风吹幡动”这一事实，那么，何来的“风吹幡动”？所以，根本的原因是我们的心在动。这种思维模式是典型的唯心主义，用来“修身养性”是很好的，但无助于我们进一步地去了解真实的世界。投资者可以用这种观点“修身养性”，调整心态，但不可以这种思维模式来指导投资研究和实践。

当然，股市里确实有许许多多由于“心动”造成的亏损甚至破产。比如，我们心动于不断高涨的股价，不顾企业价值被严重高估而追高买入，则会经常被套牢。相反，我们也经常会心动于股价不断地创下新低，而不顾企业价值被严重低估而不断地杀跌。这种心动是六祖惠能所指的“心动”，即心理的波动。事实上，信守唯物主义哲学的投资者会很清楚：我们最不该要的就是上述的“心动”，因为我们知道，股价不断上涨的背后是企业价值在不断提升，但是企业价值通常不会（排除资产重组的情况）在短期获得巨大的增长。因此，股价短期涨幅越大，我们则越不应该“心动”而追涨买入。同样地，暴跌后的股票（排除基本面发生重要变化的情况）原则上也越发不应该杀跌卖出。在很多时候，股市的涨跌，有一大半是股市里的人们不应该“心动”的时候而“心动”了，而该“心动”的时候却没有“心动”造成的。

无论我们是习惯于跨学科的思维方式，还是逆向思考的思维模式，都必须以唯物主义哲学为指导，否则都有可能走火入魔。

记住，我们在检查自己的思维模式时，必须确定我们是在唯物主义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

哲学指导下进行的，如果我们的思维模式是以唯心主义为基础的，则我们的思维模式可能存在着致命性的缺陷，极不利于投资实践。

我们倡导的思维模式是基于唯物主义哲学方向下的多元思维。何谓多元思维？即多角度、多层次的发散性思考方式。芒格是极推崇多元思维模式的投资大师，他说：“你必须知道重要学科的重要理论，并经常使用它们，要全部都用上，而不是只用几种。大多数人都养成只使用一个学科的思维模型，比如说经济学，试图用一种方法来解决所有问题。”

事实上，如果我们只是用一种方法来解决所有问题，必然容易陷入片面地看待并解决问题的怪圈中。记住，“在手里拿着铁锤的人看来，世界就像一颗钉子。”

芒格告诉我们，应用多元思维模型时，“遇到不同的公司，你需要检查不同的元素，应用不同的思维模型。”

最后，在这里，我们把对于投资非常实用的思维模型整理成如表3-5，以供参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表3-5 投资思维模型的特点及注意事项

思维模型名称	思维模型特点	应用于投资时的注意事项
心理模型	人们的心理特征、规律会影响人们的各种行动，而行动也反过来会改变人们的心理。现实中存在各种各样的心理模型	心理学应用于投资，会有非常神奇的作用。但是，如果我们仅仅将心理学规律应用于猜测市场中其他人在想什么那就大错特错了。心理模型指导投资，首要的是审视我们自身是否陷入了心理模型怪圈中——比如，审视我们是否犯这样的错误："一个人想要什么，就会相信什么。"
格栅模型	格栅模型是投资大师的一个投资决策模型，其要义是将各种学科的思维方式联系起来，形成一个有机的整体，在进行决策思考时可融合应用	格栅模型并不是可以简单复制的，每一个人头脑中形成的"格栅"都会不一样，重要的是不断地完善自我的"格栅"
数学模型	各种各样的数学模型是至今为止人类世界上非常理性的东西，数字反映的物理事实，绝大多数情况下没有情感色彩	投资者应当习惯于使用各种各样的数学模型来评估投资标的，当然，在应用各种数学模型时，更应当对数字背后的意义进行思考，数字背后的企业真相才是最重要的
复利模型	复利是世界第八大奇迹，投资的魔力很大程度上来自于复利的力量，复利的核心在于持续性成长，不可间隔是其重要特征之一	投资者应当清楚：如果一家企业无法实现长期的可持续的业绩增长，那么，我们无法从这家企业的股票上享受到复利带来的好处
排列组合模型	排列组合是通过组合的排列顺序改变事物状态的一种重要的数学模型，经常应用于投资组合的构建中	记住，我们不应当仅仅将排列组合模型用在构建投资组合中，更应当应用在决策分析中对各个影响因素的排序研究
决策树模型	决策树是应用最为广泛的一种思维决策模型，人们可以通过它构建起非常复杂的思维路径，并从中找到问题的答案	重要的不是知道有决策树模型，而是将我们的大脑设定为自动启动这一思维模型
工程质量控制模型	工程质量的控制有各种各样的模型，这些模型形成了各种各样的工艺流程，工程体系的思维模式是物理属性的，是无感情色彩的	属于物理模型的，相对来说都是较为可靠的模型，如果我们在进行投资分析时，能像分析工程质量控制那样看待风险，当属上策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

思维模型名称	思维模型特点	应用于投资时的注意事项
统计学模型	统计学有各种各样的模型，它们是基于统计分析科学的，却同样构成了投资决策重要思维模型的组成部分	投资者不具备统计学知识是根本行不通的。比如，我们如果要掌握一家企业的历史经营状况，那么我们就要动用大量的数字统计并进行统计学和金融模型相结合的科学的分析
临界质量概念模型	在一定的材料组成和几何布置下，系统达到临界所需易裂变物质的最小质量即是临界质量，说明一个真理：要获得爆发性力量则必须达到某个质量点，不同的材料有不同的质量点	临界质量模型对于投资应用来说，有点类似于芒格所说的Lollapalooza效应，即我们希望某个结果出现，是需要某个甚至多个特定条件达到临界点的，未达到临界点时，预期多半是“无动于衷”的
微观经济学模型	微观经济学中有很多既成定律的模型，这些模型构成了这门学科的重要内容。比如，其中的垄断模型对于投资分析就非常有帮助	微观经济学中的任何一个模型投资者都应当熟悉，微观经济学是与投资相关度最密切的经济学细分学科之一，对于其中重要模型的参透和应用，非常有助于投资评估、决策。记住，切忌将模型静态地看待

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四章　少数上市公司股价与市场背离

长期投资是否成功，从根本上说是由所投资的上市公司的长期经营表现决定的。这种经营表现同时也显现了上市公司的某种竞争优势，而这正是投资分析的核心之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票的价值在于上市公司的成长

股票关键是所占的比例，而不是看股票数量的多少。以100股云南白药为例，虽然微不足道，但应当明白其所占比例的重要性。

接下来的问题是：我们为什么要持有100股云南白药？

简单的回答是：因为我们可以从它身上赚钱。

又一个问题：我们为什么可以从它身上赚钱？

回答：因为它的股价在不断地上涨。

问题：为什么它的股价会上涨？

回答A：因为股市的交易就是这样的，大家都在买它，报价越来越高，所以它会不断上涨。

回答B：因为它每年创造的利润在不断增长，所以才会引起投资者报价越来越高，而且它每年都有分红。

A与B的回答代表了两种根本不同的看法。A之所以会持有100股云南白药，是因为他相信云南白药还会上涨，因为从股价的历史表现来看，它是一直呈现上涨趋势的。A会说：“你看，这是一条多么完美的上涨曲线啊，虽然这里略有下挫，这是做个下蹲姿势，吓人的，这不，又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

涨上去了，知道不？好股。”B会说：“从云南白药品牌优势及其在过去一直稳定增长的现金流来看，我们有理由相信它的未来现金流仍会不断地增长。我们持有它，不但可以获得稳定的股息，而且可以享受资本市场由于它的优秀表现而支付的溢价。”

A与B的持有理由谁优谁劣？显然是B。因为B看到的是股票的本质，而且交易也是基于本质。A看到的是股票的市场现象，而且交易的也是市场现象。

简而言之，我们为什么会去买股票，从根本上是因为我们可以享受到股票所代表的企业价值的成长，这种企业价值的成长可以为我们带来主要有两方面的益处：一是企业会为它的股东（无论大小股东）派发红利；二是企业每年创造的扣除股东红利后的留存收益可以再进行投资，这种留存收益通过再投资所获得的利润，又同样是属于股东的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股价并不与上市公司内在价值完全重合

既然股票的价值在于它背后的企业价值的成长，那么，两者之间的关系又是如何呢？是不是企业价值增长，则股价也会随之增长或者相反呢？这是个非常有意义的问题，值得深入探讨。

为了更好地说明股价与企业价值之间的关系，我们以云南白药的情况来说明。我们观察统计了云南白药2001年至2010年的利润数据，如表4-1所示。

从表4-1我们可以看到，云南白药的净利润从2001年的7 000多万元增长到2010年的9亿多元的级别，计算其净利润年复合增长率达到28.9%，10年保持如此高的增长率，它的股价又是如何表现的呢？我们在交易软件上可以对云南白药的股价做后复权处理，那么，可以很清楚地看到，云南白药的股价从2001年年初的50元左右上涨至2010年年底的800元左右，股价的年均复合增长率约为32%。可见，股价的表现都是超越了净利润的增长率水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表4-1 云南白药10年净利润数据及增长率

会计年度	净利润（元）	相比上年净利润增长率（%）
2001	73 230 503.29	55.24
2002	94 314 932.84	28.79
2003	114 535 075.08	21.44
2004	161 063 817.58	40.62
2005	229 655 527.31	42.59
2006	275 635 170.29	20.02
2007	333 530 244.2	21.00
2008	443 412 888.74	32.95
2009	587 220 595.13	32.43
2010	925 383 578.46	57.59

为了更好地看出云南白药净利润的表现趋势，我们把表4-1的数据转化为曲线图，如图4-1所示。

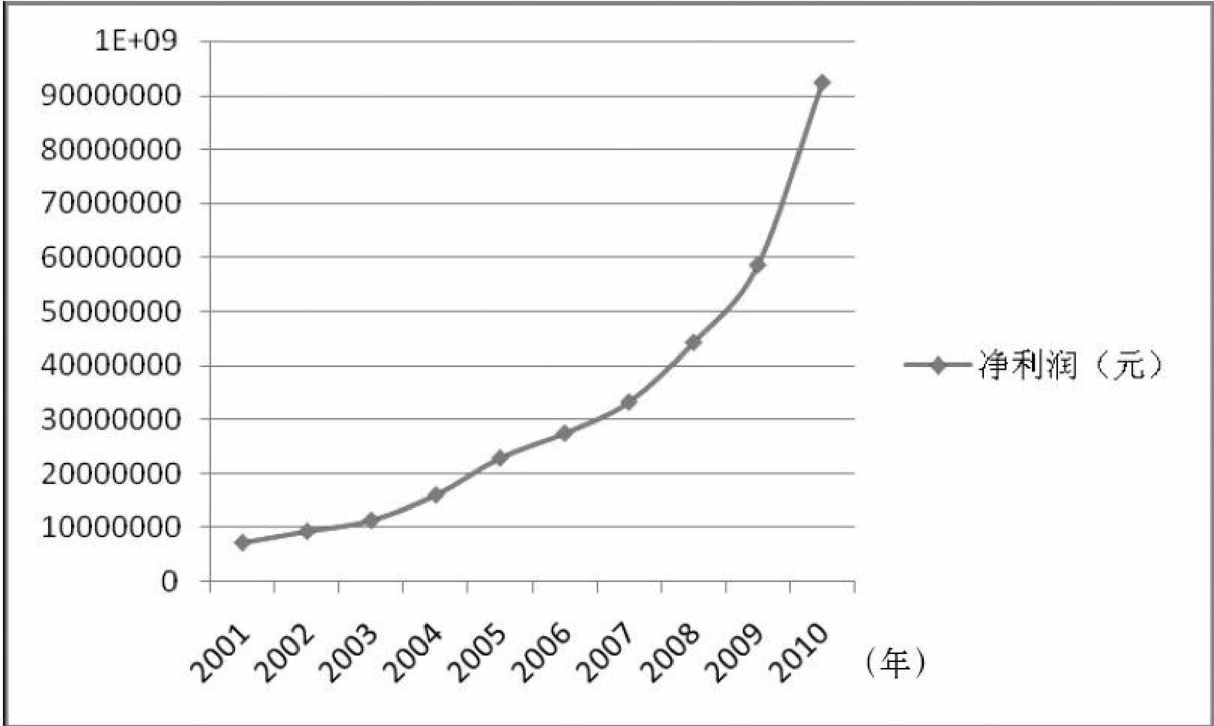


图 4-1 云南白药10年净利润增长趋势曲线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从上面这个曲线图我们可以看到云南白药自从2001～2010年10年间的明显持续上升趋势，其中2001～2003年之间的斜率没有2008～2010年之间的明显。

为了更好地比较净利润变化与股价变化的关系，我们把云南白药从2001～2010年的股价，分别取其年底12月及年中6月两个时间点的股价，共20个股价节点，将这些节点绘成数据曲线后，我们可以看到，其主要上升趋势表现在2005年6月后，2001～2004年之间的股价波动很小。

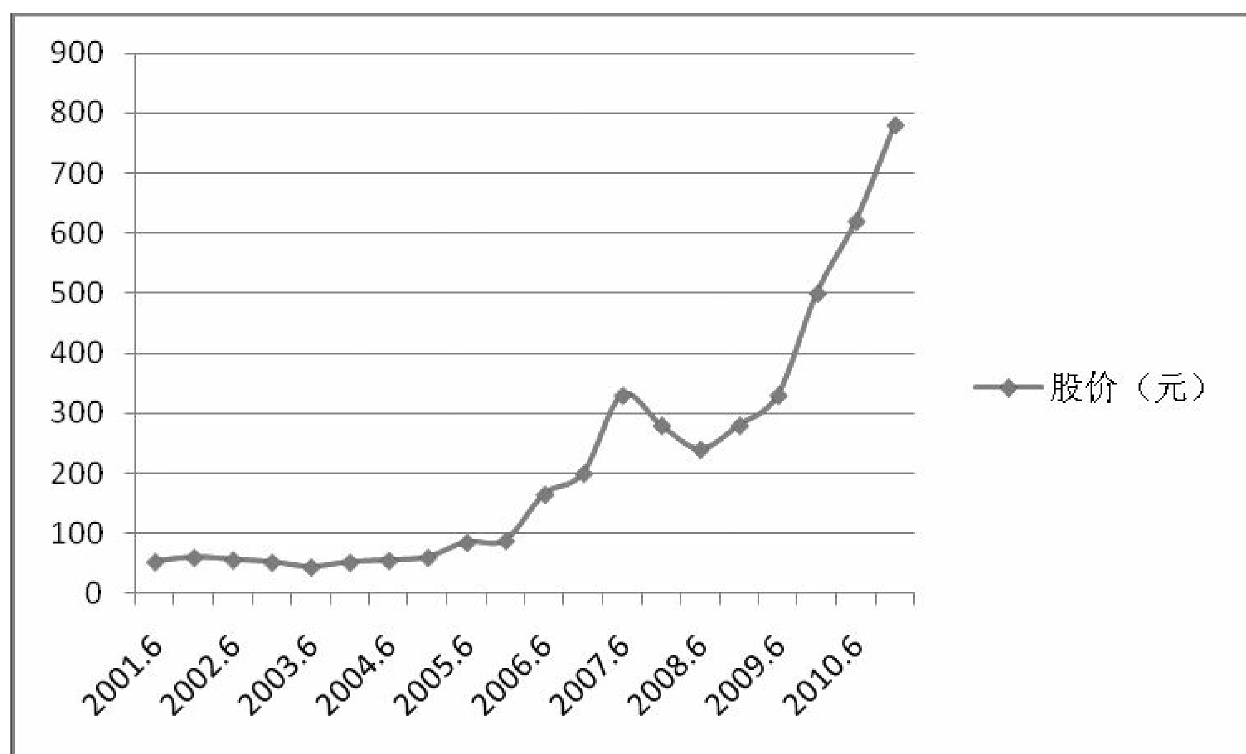


图 4-2 云南白药10年股价变化主要趋势节点

从云南白药10年间净利润的走势图与同期股价走势图比较来看，有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些年份是相对比较吻合的，如2005～2007年间，还有2009～2010年间，这个时间段的斜率基本一致，趋势都是明显的上升。然而，2001～2004年，还有2007～2008年却大不相同了，这两个时间段，净利润仍旧是保持明显上升趋势的，但同期的股价却是无所作为的，没有呈现明显的上升趋势，尤其是2008年的股价表现，就像一个大坑，这和净利润一路持续上升的趋势有千差万别。然而，总体上来看，两张曲线图最终的指向都是相同的—不断地创出了新高，其2010年的终值都远远高于2001年的初始值。

总之，我们基本上可以得到一个明显的结论：企业价值的成长最终会导致股价的上涨（除非股价本身已经被非常高估），如果企业价值是持续成长的，则其股价也基本上是持续成长的，或许有些时间会有所背离，但最终都会体现在股价上涨层面。长期来看，股价与内在价值是两条近似斜率的曲线，但不是重合的曲线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“市场先生”是导致股价与价值偏离的元凶

为什么云南白药2008年的净利润实现了32.95%的增长，其股价却从300多元的高位跌至200多元的低位呢？是谁在操控云南白药的股价？

云南白药的市值在2008年已经100多亿元，这么大的盘子，谁能操控？我们无法得知某个机构或者说所谓的大户有无这种能力，我们只知道，有一个人是可以在短期内操控云南白药股价的，这个人就是“市场先生”。“市场先生”是个比喻，是巴菲特的导师格雷厄姆为了形象地说明资本市场的无序波动现象而打的比方。“市场先生”不是一个人，而是一个甚至多个群体，是由无数参与股票交易的个人组成的。由无数的个人组成的综合体的“市场先生”是个什么样的“人”呢？“他”的性格是怎么样的呢？“他”有什么样的脾气呢？一言以蔽之：喜怒无常、脾气古怪、深不可测。

人心叵测，一个人的心都无法了解，由无数个人构成的“市场先生”的心，我们又何以了解呢？答案就是：确实是无法了解，只能说“市场先生”就是无常的。只有当“市场先生”表现出了某种姿态的时候，我们才知道“市场先生”是某种性格的，我们只能解释“市场先生”已经产生的言行，但是“他”的下一步行动会是什么，我们根本无法得知，因为“他”是无常的。面对无常的“市场先生”，聪明绝顶的人也只能“后知后觉”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“市场先生”的力量是无穷的，“他”可以有力量把黄金当成狗屎卖掉，也可以有力量把狗屎当黄金卖掉。甚至，“他”更有一种神奇的力量，“他”可以把未来的没有价值的东西都以黄金的价格卖掉，因为“他”可以把未来比狗屎还差劲的东西描绘成是硕大的钻石。任何聪明的投资者都会对“市场先生”敬而远之，这种“人”谁能惹得起呢？美国总统也拿“他”没办法。面对1929年美国股市大崩盘，当时的美国总统胡佛能做什么？他能通过发表一通讲话让“市场先生”把股价恢复到崩盘前吗？他根本就无能为力，在他的4年任期中，有3年的时间是在大萧条中度过的—“市场先生”让总统也很受伤。

有没有比“市场先生”略微聪明一点的人呢？这个世界上还是有的。据说，在1929年美国股市大崩盘的时候，因为没有人愿意接盘买进股票，大量的股票只有卖单，根本找不到买家。这时候，一个纽约证券交易所的信使发现了机会，他挂了1美元的买单，竟然神奇般地买入了他想要的一批股票。那个最悲惨的时刻，道琼斯指数只有50点，如果这个信使买入的这批股票期间一直没有卖出，直到1995年时（呵呵，这个信使也许已经有了重孙子了）再卖出，他的回报是多少呢？理论上是100倍。因为1995年道琼斯指数突破了5 000点大关。

这个聪明而幸运的信使为什么能够打败“市场先生”呢？

简而言之，他或许是纯粹幸运，或许是完全掌握了“市场先生”的怪脾气而利用了“他”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回过头来再看云南白药在2001至2004年间的股价走势。我们的“市场先生”没有将云南白药的净利润迅速增长放在眼里，“他”觉得经济不景气，没什么意思，倒不如多睡点觉。好家伙，“他”这一睡就是4年啊，这4年里，因为“市场先生”的睡觉，云南白药的股价基本上就在50元上下波动，也许是“市场先生”在睡觉的过程中偶尔会打个呼噜什么的。

然而，到了2005至2007年间，可能因为睡了4年的缘故，睡足了，精神足了。这时的“市场先生”就起床跑步了，“他”这一跑步就是3年，“他”亢奋得不行，开始跑的是斜坡路，后来就直接攀登悬崖去了——上帝欲令其亡，必先令其狂。果然应验上帝的“先知先觉”，一场突如其来的源于华尔街次贷危机的全球金融风暴吹了过来，“市场先生”本来已经攀爬得有些累了，见风暴吹来，心想：那就躲躲风雨，回家睡觉去吧。可是，这时“市场先生”回头一看，吓了一跳：发现自己已经爬得非常高了，要回家睡觉已经不容易了，怎么办呢？要么再爬爬，爬到悬崖顶上，从悬崖的另一边滑下去，要么就直接原路滑下去，这样最省事，也能快点回家睡觉去，实在是太累了。就这样，“市场先生”来不及多想——“他”有时候懒得令我们无法想象，“他”顺势就松了手脚一路滑回原地去了，不要太责怪“他”了，“他”实在是没有力气往上爬了，再说，暴风雨来了，不是吗？

就这样，在暴风雨来临的时候，“市场先生”的攀爬悬崖热情瞬间化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为乌有，为了可以达到快点回家睡觉的目的，这时候“他”就像一只缩成一团的刺猬，从悬崖上快速地滚落下来，一路上刺杀了不知多少比“他”小的动植物，“市场先生”一路滚下来，这个速度比“他”用了3年时间爬上来的速度快多了，只用了半年多的时间，“他”就完成了回家的愿望，到2008年9月，“他”彻底滚回了平地。可是“他”还是战战兢兢的，“他”自己都不知道滚得有多快，“他”更不知道“他”已经滚到平地了，于是“他”还是像刺猬一样缩成一团。其实他是害羞的，或许“他”也担心老婆会给“他”两记耳光，罚“他”睡沙发。人们眼睁睁看着“市场先生”在平地里缩成一团，但是因为“他”身上都是刺，而且刺上都沾满了血，对“他”的态度只能是敬而远之了。“市场先生”原本回家打算大睡一觉的，又怕老婆惩罚，因为实在太累了，于是就在平地小睡了一觉。正在睡梦中的“市场先生”很快就被吵醒了，被什么吵醒了呢？被钱炒醒了。国家要投入4万亿的资金加强流动性呀，岂有不快点去抢钱的道理？“市场先生”一个鲤鱼打挺，翻身又开始跑了，这一跑就跑到2010年了。“市场先生”这一段路跑得不那么痛快，“他”有很多心理负担了，“他”是想趁着“兵荒马乱”赢回来的，至少不要回到家里老婆要“他”睡沙发。“他”也汲取了几年前的经验，开始执行了跑跑停停的策略。“市场先生”的脾气真是太怪了，只能过后才能略微看出点蛛丝马迹来，身在此中，难识庐山真面目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为何这些上市公司能略微背离“市场先生”

尽管“市场先生”同样使云南白药的股价滚落下来，但是，其滚下来的幅度远远低于“市场先生”自己的滚下水平。这一点，聪明的投资者都可以从云南白药的股价表现中看出来，即使是2008年因为金融危机导致“市场先生”狠狠地滚落下来，上证指数从6 000点的水平跌落至1 600点的水平线上，跌幅达到70%，而云南白药的股价仅仅是从最高点的391元跌至最低点的219元，最高跌幅为43.9%，抗跌能力远远超越上证指数这个“市场先生”的水平。

云南白药是不是仅仅是个例呢？不是的。我们研究发现，和云南白药具有同样优异表现的有诸如双鹭药业、小商品城、国药股份、上海家化等一小批个股，这些个股的跌幅都远远低于同期上证指数或深证综指的跌幅。这到底是为什么呢？

我们可以尝试给出非常多的理由来解释这些很抗跌的个股，诸如：它们被基金抱团取暖，或者它们身处弱周期的产业。但是，我们发现这些理由都脆弱得不堪一击，因为我们发现：同样是基金扎堆的金融股却是跌得“一塌糊涂”，诸如招商银行、中国平安和中信证券，这3只个股有很强的代表性；同样是医药行业的即使是著名的同仁堂也是跌得“一塌糊涂”，还有桐君阁也同样地深陷“市场先生”的恐慌之中。事实上，非常多的医药行业股票都未能有效抵抗“市场先生”，它们不像云南白药

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和双鹭药业，它们不抗跌的背后是有深层次原因的；同样是房地产行业的股票，同样是基金抱团的保利地产、万科、金融街、华侨城等都跟随“市场先生”快速下跌，跌幅巨大，而小商品城却似乎对“市场先生”并不敏感；同样是身处日化行业，但是，广州浪奇、*ST索芙特与上海家化却有天壤之别，前两者是完全随着“市场先生”的精神状态自由落体，而后者却颇有几分特立独行侠的精神，跌幅相对来说非常小。

同样是基金抱团，身处相同的行业，为什么有些股票不抗跌且难以涨回到前期高点，而有些却非常抗跌而且不久后股价就创新高呢？要较好地解释这个疑问，我们就得弄清楚另一个问题：什么样的上市公司才可算得上是真正非常优秀的上市公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五章　优秀上市公司的内在特质

什么样的上市公司可以称得上是优秀的，这是一个基本且重要的投资问题。只有明确了什么是优秀的，我们才能更好地做出选择。过往的增长速度并不能决定一家上市公司的投资价值，零增长的上市公司也可能具有非常好的投资价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

真正优秀的上市公司该是什么样

让我们先来做一道选择题。公司有3个快要完成实习转正的新员工，接下来的工作是决定让他们中的一个留下来，主管部门已经将他们实习期的考核工作完成了，具体考核情况如表5-1所示。

暂且让我们做一回老板，面对表5-1中的3个员工，我们最后会选择谁留在公司呢？

要知道我们选择谁，首先要明白我们的目标是什么？标准是什么？我们是企业，我们的首要目标是赚取合法的利润。基于这个目的，我们认为3人中，谁最能给我们最强的信心？这确实是个非常难以选择的问题。

或许我们会选择张恒强，虽然他要求待遇高一些，但是他有很好的人脉关系，这可是一笔很大的无形资产呢，不是吗？生意精们都知道：生意不就是靠关系促成的嘛。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表5-1 张自强、张恒强及张逞强3人基本面

被考核人	销售业绩	业绩稳定性	业绩回款性	业绩成长性	待遇要求	备注
张自强	每月都能完成5万元的销售额指标	每个月的业绩都在5万～8万元之间波动	每个月的签单都可以在月底就回款	销售额每月呈现上升趋势，约递增5%	基本工资5 000元，提成按公司规定的10%	此人无人脉关系，但非常聪明、勤奋
张恒强	每月都能完成5万元的销售额指标	每个月的业绩都不同，介于5万～10万元之间	每个月的签单都在月初就回款了	销售额无递增趋势，有时是递增，有时是递减，但都不低于5万元	基本工资6 000元，提成按15%特别执行	此人乃某外企高管之子，有很强的人脉
张逞强	有时能超额完成5万元的销售指标，有时却只能完成1万元的销售额	每个月的业绩都不同，介于1万～15万元之间	偶尔的签单不能在当月回款	销售额无递增趋势，波动较大，但最低也不低于1万元	基本工资4 000元，提成按公司规定的10%	此人无人脉关系，但非常自信

或许我们会选择张自强，他的要求不高，虽然没有人脉关系，但是他本人非常聪明，能干肯干，关键的是他的业绩非常好，每月的业绩都在增长！既稳定又成长，而且回款也能在当月完成，上哪儿去找这样的好员工呢？

或许我们也会选择张逞强，他虽然既没人脉关系也没有稳定的销售业绩，而且有时不能按时回款，但是他可以将业绩做到15万元的高位，这是其他两位都望尘莫及的，不是吗？

如此分析一下，似乎是两难选择。然而，如果我们运用投资的思维头脑来测算一下，或许答案很快就出现了。好了，我们马上测算下，马上就发现问题了吧，当要测算时，我们立刻发现张恒强和张逞强两人的业绩都是不可测算的。张恒强的业绩没有表现出某种趋势，总是在5万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元与10万元之间波动，按5万元来算，太低估他了；若按10万元来算，或许又太高估他了，他的人脉关系能带来多少销售额，这就更加没法测算了；张逞强呢，我们会发现要么做得非常好，每月都15万元，那样，我们是否高估他？如果按他每月1万元来算，那是太低估他了，折中以8万元来算可行吗？不行，他好多月份都是低于5万元的，折中也太高估他了。张恒强和张逞强两人的业绩都具有不可预测性，这与他们每月的业绩无规律波动有关。与张恒强、张逞强两人不同的是，张自强的业绩透明度相当好，可预测性明显较强。我们可以按他实习期表现出来的5%的递增速度为他做测算，先假定老板决定留下来的人就是他了。以5万元为业绩基数，5%的增长速度，转正12个月后，张自强可以为公司创造多少业绩？我们可以用本书前面已经介绍过的Excel软件中的power方法，很快就可以得出张自强转正后的第12个月创造的业绩是8.98万元，而第24个月的业绩将会是16.13万元。也就是说，从理论上考察，张自强两年后的业绩水平将远远超过张恒强的10万元和张逞强的15万元的最好水平纪录，而且，随着时间的推移，这种差距将会越来越大，大到我们或许根本无法想象。这里顺便说一下张自强5年后的预测业绩水平：93.39万元这个数据哪一个老板会不动心呢？

当然，如果我们非要说张恒强或者张逞强更有潜力，那也未尝不可，可是如此一来，我们就只余下猜想，而没有数据上的依据了。我们是宁可相信张恒强的人脉会在未来给公司带来1 000万元的大生意呢，还是依据他既有的表现来衡量？对于张逞强也是同样的问题：我们是宁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可相信他的超强自信会带来1000万元的大生意呢，还是相信它从1万元到15万元的业绩波动水平？

事实上，当人们评估价值时，总是喜欢猜测和臆想。可是，不要忘记了，如果我们把同样的猜测和臆想也放在诸如张自强这样的人身上，难道不可以吗？依据张自强优秀的业绩表现，再加上我们对他的聪明能干肯干的潜力做些大胆的猜测，结果又会是什么样呢？难道张自强就不可以有朝一日也创造1000万元的大生意吗？

所以，显然我们不应该注重猜测，而是时刻要从数据出发，合理推测才是投资之道。

我们相信，聪明的投资者都会选择张自强，聪明的老板也同样会选择张自强。

做完上述选择题后，我们回头来看看那些股市中的特立独行侠们，诸如云南白药、双鹭药业、上海家化、国药股份等。为什么它们都比较独立？为什么它们可以没有太多地追随喜怒无常的“市场先生”的脚步？如果我们把上述选择题中的张自强看成是股票，他又会是什么样的一只股票？也会是像云南白药一样的大牛股吗？

先看看张自强的特征：人聪明且勤奋，没有先天的人脉关系网络，没有太高的要求，业绩水平稳定且不断上升，且业绩质量很高，因为每月都能及时回款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再依据本书前述的内容总结一下云南白药的特征：业绩长时间稳定增长，股价长时间上涨，很抗跌，不断创出历史新高。

仅仅是这样粗略对比，我们也已经知道张自强会是一只大牛股了。为什么呢？云南白药没有的，他张自强有；张自强有的，云南白药还不一定有呢。

人无我有，舍我其谁？

我们给张自强这只未来的大牛股画一张“牛图”吧。目的就是让我们更好地记住他的典型特征—高质量稳定持续增长。

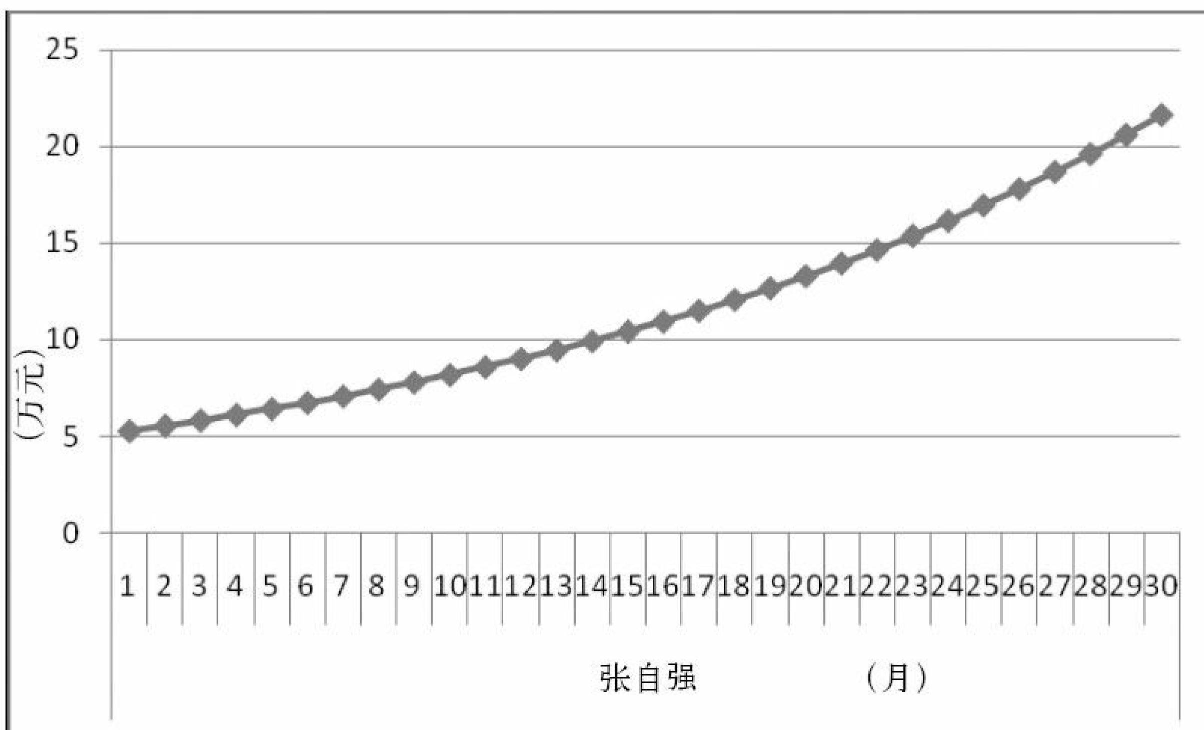


图 5-1 关于张自强这只“牛股”的预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以良好的业绩表现数据表现来测算，张自强股价与业绩同步，气势如虹—30个月后，他将创造超过20万元的业绩水平，他的股价会比20万元还要高！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高质量的持续成长才能成就大牛股

简而言之，只有可以持续实现投入资本收益率（ROIC）总是大于加权平均资本成本（WACC），并且相伴有大量正向现金净流量的成长，才是我们想要的成长。（备注：ROIC=NOPAT/IC，其中NOPAT为税后净营业利润，IC为投入资本。WACC是股权资本成本与债权资本成本的加权平均数。）

设想一下，如果张自强的考核表现中记录的是“某些月份销售回款不及时”，我们还能如此理直气壮地做出他会是大牛股的判断吗？这就未必了。

销售回款是什么？就是现金流。有大量的销售额，如果不能及时体现在现金流入层面，那么，其销售额是可以被怀疑有水分的，比如像张逞强的某些月份的销售不能回款—这至少会让我们想知道，为什么他的某些交易只有合同而没有现金拿回来公司，难道张逞强在业务销售过程中有做假行为？完全可以这么质疑，因为其他两位同事做的是同样的业务，而回款都非常及时，为什么张逞强的就不行？老板真该去核实张逞强的销售合同。从某种意义上说，如果一次销售没有收到回款，那就是失败的，不但无益，而且还会造成公司损失。

这告诉我们什么呢？当我们试图去评估一家企业时，我们应当极其重视其盈利质量，仅仅有稳定的利润还远远不够，必须有与利润相匹配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的现金流入。

事实上，云南白药、双鹭药业、上海家化和国药股份等企业之所以股价能如此坚挺，与他们都有高质量的盈利有极大的关系，我们不能说这是唯一的因素，但至少是相当重要的一个因素。

前面我们已经统计分析了云南白药2001年到2010年10年间的净利润，发现其净利润是稳定且快速增长的，而同期股价的表现总体上也和其净利润的表现一样，是总体快速上涨的趋势。接下来，我们有必要再看一下云南白药2001年至2010年10年间的经营现金净流量状况，因为我们需要逐步揭开云南白药之所以能成为大牛股的真面目（见表5-2）。

表5-2 云南白药10年经营现金净流量数据及增长率

会计年度	经营现金净流量（元）	相比上年现金流增长率（%）
2001	80 521 073.72	−24.56
2002	115 400 424.27	43.32
2003	170 115 215.50	47.41
2004	169 346 918.11	−0.45
2005	286 277 104.73	69.05
2006	292 162 700.07	2.06
2007	60 503 123.46	−79.29
2008	806 896 878.01	1 233.64
2009	460 548 807.32	−42.92
2010	432 083 884.83	−6.18

从表5-2中，我们发现一个与净利润数据表现特别不一样的地方，那就是其增长率。云南白药10年间的净利润是每年都递增的，但其同期的经营现金净流量却并不都是递增的，多数年份是递增的，有些年份是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

爆发性增长的，如2008年。但有些年份却是递减的。如2001年相比2000年就是递减的，2007年相比2006年又是递减的，2009年、2010年两年均是递减的，这是不是可以让我们质疑云南白药的利润也有很多的水分呢？当然，做投资就是要有质疑精神，但我们不能如此草率地下结论。某些年度的经营现金净流量没有同步递增会有很多原因。某年度现金流记录的只是一个年度内的现金流状况，是一个静态的数值。有些因素可以非常轻易地改变一个年度的现金流状况，比如，云南白药可以在某一年度如2009年增加多一些的存货。存货增加，现金流自然就减少了。然而，如果连续多年（比如超过10年）以来的经营性现金流均远远跟不上净利润的步伐，那就有可能是盈利质量不高的表现了。云南白药是这样的情况吗？云南白药10年经营现金净流量曲线如图5-2所示。

简单计算可以发现，云南白药2001年至2010年10年间的经营现金净流量均值是287 385 613元，而同期的净利润均值为323 798 233元。10年经营性现金流均值占同期净利润均值的比是88.8%，依据经验来看，这是一个很不错的比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

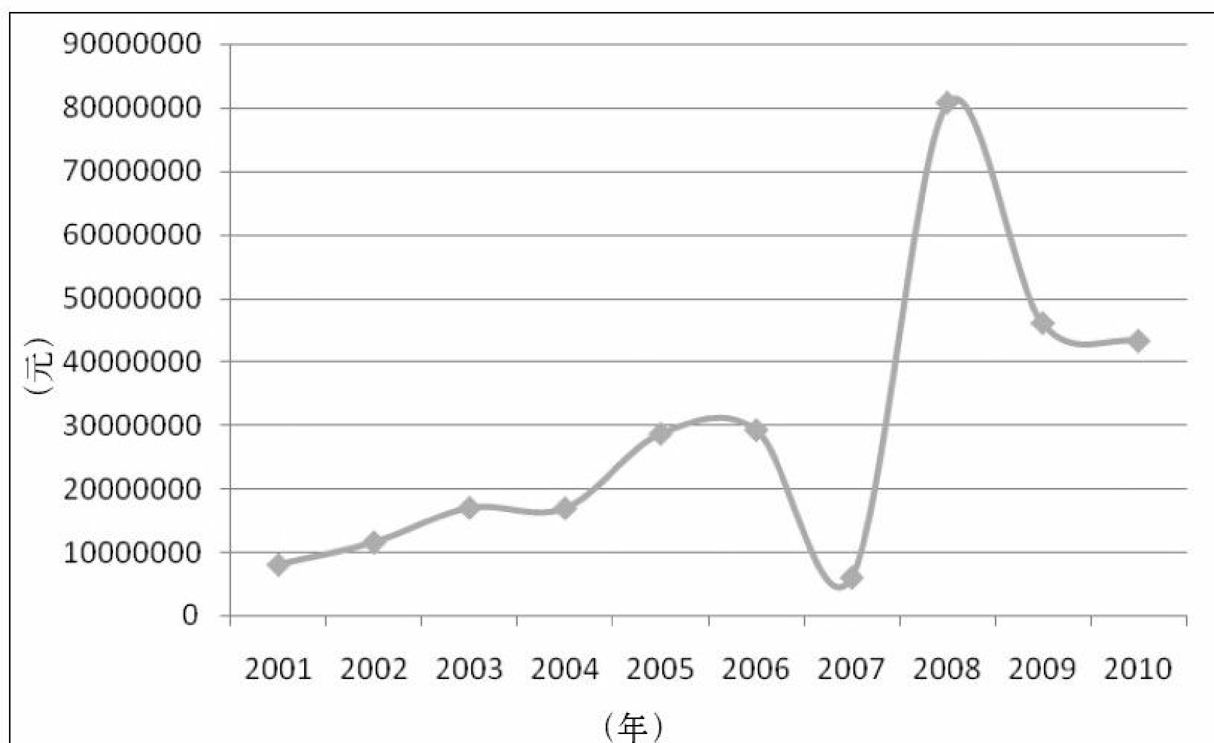


图 5-2 云南白药10年经营现金净流量曲线

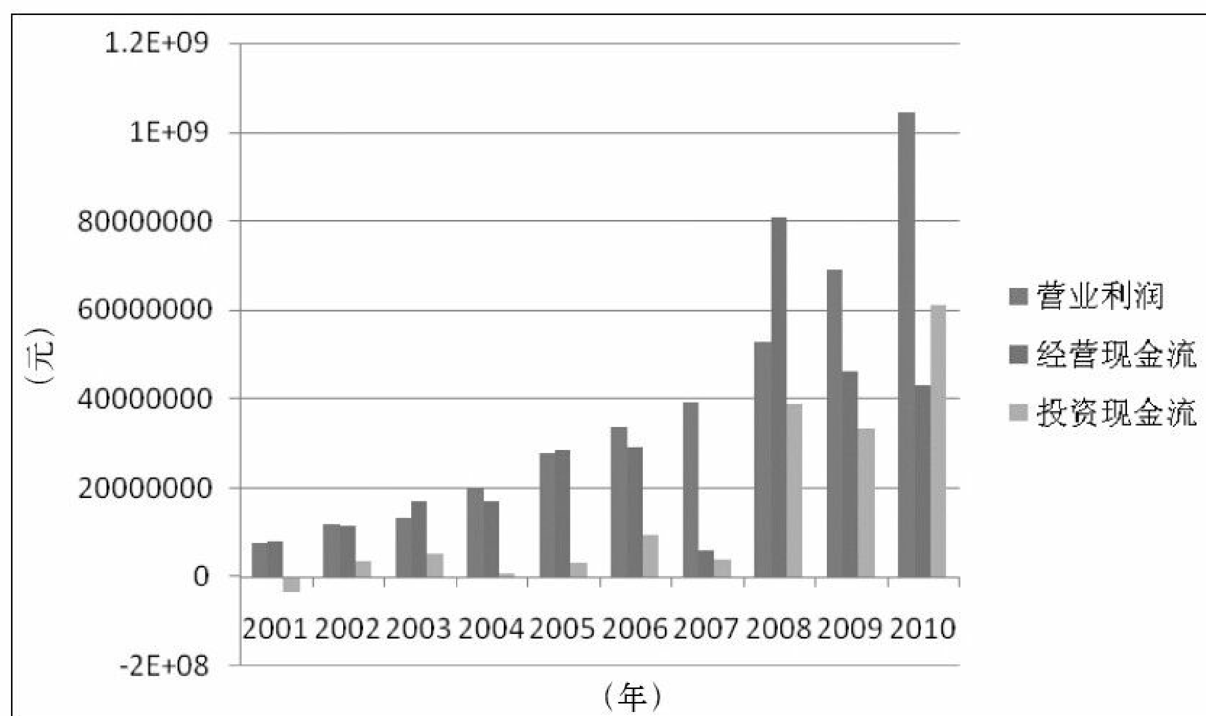
现金流是个非常复杂的现象，它很真实，但也有其不足的地方—因为它记录的是某个时间段内的情况，只有当我们统计到企业存续期间足够长（比如20年）的现金流状况，我们或许才能更清晰地判断一家企业的盈利质量，否则，单凭经营性现金流在短期内的表现做出判断无疑是不够严谨的。

事实上，我们可以在上述分析基础之上进一步选择云南白药10年营业利润、经营现金流、投资现金流3个财务指标进行比较，通常来说，如果10年营业利润稳步增长，而经营现金流也稳步增长且能补偿投资现金流的支出，那么，这基本上可以判断是属于高质量的成长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

接下来可以观察我们绘制的云南白药的这组数据趋势（见图5-3）。

仔细观察图5-3，我们可以发现，云南白药的营业利润趋势表现为明显上升，而且远远超过对应年度的投资现金流净额。其经营现金流净额在2007年度迅速下降，波动特别大，但是在2008年又迅速反弹至高位，除了2010年度经营现金流净额不能补偿当期的投资现金流出外，其他年度都足够支付投资现金流的支出。这一点其实并不足虑，我们进一步分析会发现，10年间云南白药经营现金流总额为2 873 856 130元，而投资现金流总额不过才1 563 192 693.66元，两者相差1 310 663 436.36元。可见，云南白药在相当长的时期内，经营现金流足够补偿投资现金流的需要，这是盈利质量相当高的表现，是名副其实的优质成长记录。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图　5-3　云南白药10年营业利润、经营现金流与投资现金流比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

零增长上市公司是否有投资价值

既然说股权的价值在于企业价值的成长，而且是高质量的成长。新的问题又来了：如果一家企业的价值（体现为年度净利润或现金流）在过去相当长的时间里都表现为没有增长的状态，它的股票还值得拥有吗？

这个问题实在是问得太好了。要回答这个问题，将是一件困难的事情。因为这个问题涉及股票的估值，估值是没有绝对准确数据的。若问一家零增长的企业是否值得持有，那么，按常理来说，是不值得持有的，因为它无法实现我们所期望的价值的不断增长，也许它仍旧可以每年都固定地派发股东红利，但是它却没有额外的再投资利润产生，而通常来说，股东红利又不会太高，通常都无法抵消通货膨胀的影响。但是，如果满足另外一些条件，则零增长的企业同样具有非常好的持有价值。这些条件是什么呢？一是如果我们认为这家企业未来会实现高速增长，而且我们有足够的证据说明这种变化的概率超过80%；二是如果这家企业因为零增长而股价十分便宜，使得我们有足够的安全边际，那么我们仍旧认为，零增长的企业同样是具有持有价值的—巴菲特早期的投资持有的大部分是这种类型的企业，俗称为“烟蒂投资法”，只要足够便宜，哪怕只是雪茄烟蒂又何妨？大不了捡起来吸上一口后再扔掉嘛；三是如果一家零增长的企业长期以来的股价水平对应的股利收益率都相当高，远远高于长期国债的利率，比如，股利率收益率已经达到8%，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

么，我们认为这样的零增长企业也是有持有价值的，我们只需要每年获得股东红利就已经有8%的投资回报率了。关于零增长的问题，这里讲述一个著名的投资案例，彼得·林奇投资一家殡葬服务企业（Service Corporation International, SCI）的股票获得巨大回报。美国的殡葬服务行业整体上都处于极低甚至零增长的状态，这是可想而知的事情，一个国家的人口的死亡率能以什么速度增长？几乎零增长的状态令早期的SCI公司多年来没被华尔街的机构投资者们所重视，尽管其经营业绩的很多指标都表现得非常优秀，但因为这个行业整体性地处于近乎零增长的状态，人们都普遍性地抛弃了这个行业里的任何一家企业，当然包括SCI。这样的情况出现是非常正常的，股市在很多时候就是群体性意识起作用的结果，当大多数群体的意识没有投入到一个行业时，这个行业是整体性被低估的。然而，智者必定是少数派，彼得·林奇在没有机构关注SCI时出手了，当很多机构开始关注并持有SCI时，这只股票已经上涨了20倍。毫无疑问，这个案例让我们看到了零增长投资价值的另一面—因为零增长，可能企业及所处的行业都存在被市场低估的可能性，这种被低估事实上就为我们提供了某种投资价值。或者，我们也可以从微观经济学中的竞争模型中得到启发：因为零增长的缘故，社会资金将越来越多地撤离这个行业，这种情况下，竞争关系将越来越少。而那种拥有强大的竞争力的企业，便可以更容易地实现市场占有率的提高，甚至很轻松地就可以坐上“寡头垄断”的宝座，SCI或许就是这样的典型之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

综上所述，事实上并不是零增长的企业违背了我们对于股票本质的认识—股票的价值在于其背后的企业价值成长。恰恰相反，零增长企业所体现出的投资价值，正好在更深层次上反映了股票的价值在于企业价值的成长这一核心理念。为什么说零增长的企业仍有投资价值，或许因为它有丰厚的红利，或许因为它有足够的安全边际，股价便宜。但是，除却这两个条件外，还有一个条件非常重要：零增长的企业或许不会永远地零增长下去。这是投资者对零增长变化的预期，如果我们有足够的理由说明一家零增长的企业即将面临巨大的变化而转化为一家高速增长的企业，我们还能说它没有持有价值吗？

记住，不管以何种形式出现，股票的投资价值都是取决于其企业价值的成长，只是成长的方式各种各样罢了。比如，即使是对于一家亏损的ST股票，我们也不能简单地否定它没有投资价值，只要它足够便宜，我们不否定它的价值。或者也有另一种可能：因为我们不能否定它存在有朝一日（概率不确定）通过资产重组实现脱胎换骨的变化的可能性，这种可能性会使企业价值的成长可能以几何级的速度产生变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第六章　识别多种形式的竞争优势

识别上市公司是否优秀，需要对其竞争优势进行分析。通常而言，优秀的上市公司都具有比较明显的竞争优势。我们应当从整个商业生态系统的互动性影响出发，对上市公司的竞争优势进行审视，并且应持续追踪之。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以生态系统眼光审视商业世界

和自然生态系统一样，商业也有自身的生态系统，只有当我们从生态系统的战略高度审视单个的企业时，或许我们才能更准确地判断一家企业的价值。这种生态系统学的思维方式非常重要，它会引导我们全面地评估一家企业，而不仅仅是从一个熟悉的领域出发。

投资大师芒格说："我发现把自由的市场经济或者部分自由的市场经济当做某种生态系统是很有用的思维方式。"因为"经济确实很像生态系统。它们之间有很多相似之处"。应用生态系统学的思维方式来审视商业时，我们会发现，"跟生态系统的情况一样，有狭窄专长的人能够在某些狭窄领域中做得特别好。动物在合适生长的地方能够繁衍，同样地，那些在商业世界中专注于某个领域并且由于专注而变得优秀的人，往往能够得到他们无法以其他方式获得的良好经济回报。"（引自《穷查理宝典》）

建立商业生态系统学的思维方式是不容易的，这通常意味着我们必须脱离我们自身的思维习惯，比如：我们总是从自身利益的角度出发看问题，总是认为我们会怎么样，却很少关心其他组织会怎么样，这并不是一种优选的思维方式。当我们身处于一种"适者生存、优胜劣汰"的类似于自然生态系统的商业系统中时，我们时刻关注的可不仅仅是我们自身。整个商业系统是一个有机的整体，当我们无意识地将各个领域之间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的联系割裂开来后，我们会不断地被孤立而至死。彼得·圣吉在其著作《第五项修炼》中倡导系统性思考的方式，只有当我们以系统性的思考看待整个商业系统时，我们才更明确自身的位置，从而可以找到最有效的问题解。彼得·圣吉在著作的开篇中讲述了一个非常有趣的“啤酒游戏”。啤酒零售商因为某一周的销售额大幅度提高，于是决定提高订货量，同时啤酒批发商看到零售商发来大幅提高的订货单，也就条件反射般地向生产商提高了订货量，啤酒生产商看到批发商大幅提高的订货量，于是就大幅度加大了生产量。结果会怎么样呢？大量的啤酒库存积压！“啤酒游戏”揭示的仅仅是商业生态系统中非常细微的一部分，如果我们将啤酒生产商、批发商和零售商放到一个更大的商业生态系统（比如，我们把它放到整个饮料产业链）中，我们会更深刻地体会系统的重要性，或许啤酒库存积压不仅仅是因为订货量估算不准确并传达的结果，或许是其他啤酒品牌竞争的结果，或许是其他新型饮料竞争的结果，谁知道呢？不是吗？

在投资世界里，我们评估一家企业时，把它放到尽可能逐渐放大的商业生态系统中审视是必要的，而且也会由此产生最合理的评估结果。老虎固然有自然界“丛林之王”的美誉，但如果我们把老虎扔到海里的时候，老虎就连乌龟也不如了。即使在陆地上，狮子也可能会让它很受伤，或者有一种鸟类拉的屎也会让老虎落荒而逃，这是多么可怕的自然生态系统。而商业生态系统也是如此。我们也许会认为某个城市的一家零售商非常优秀，这个城市里到处都是它的零售店铺，经常可以看到人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们在排队购买它所出售的商品。然而，过了没多久，我们发现事情起了一些变化：原来排队的人们不见了，有些地段的店铺悄然关门了，取而代之的可能是零售巨头沃尔玛。这有什么不可以吗？觉得奇怪的原因或许是我们的视野太狭窄了。

我们也可再放大一些思考：被沃尔玛取代就算完结了吗？不是的，君不见凶猛如海啸般的电子商务大军吗？谁知道或许某一天，巨大如沃尔玛者也会被强力侵蚀。这种可能性显而易见，多么可怕的商业生态系统！

在商业生态系统中，到底什么样的企业才不容易被取代却总是有能力取代或侵占别人的市场份额呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

识别商业生态链中的竞争优势

为什么我们只能眼睁睁看着某个城市的某家看起来非常“旺盛”的零售商被类似沃尔玛这样的巨头吞食？因为我们错判了它们的竞争优势，在某个城市里的某个时间段里，或许这家零售商是优秀的，但是相比沃尔玛而言，它只有某些可怜的优势，却是无法与巨头抗衡的一种优势。

在商业生态系统中，竞争是永远都存在的。但是，竞争优势却并不都在商业生态系统中的每一家企业身上表现出来。因此，我们应当基于整个商业生态系统，使用系统方法来考察企业的所有活动及其相互作用，这对于我们掌握一家企业的竞争优势是非常必要的。

迈克尔·波特在其著作的《竞争优势》中基于价值链的分析，从涉及各种资源、环节对企业的竞争优势进行了系统化的分析，得出了非常多在今天看来仍旧实用的竞争优势理论。这里，我们不想再重复讲述迈克尔·波特的理论，我们只试图从一个最简单的现象说明竞争优势的问题，我们实在没有太多的时间去做高深的理论研究。

回到前面所述的关于张自强、张恒强和张逞强3人的问题上来。有些老板也许会不选择张自强，而是选择张恒强。这些老板的想法也很简单：张恒强具有很强的人脉关系。而张自强相对于张恒强来说有什么优势呢？那就是他个人人格魅力优势—聪明、能干、肯干。也许张自强的个人能力是张恒强永远也无法企及的，但是，某种意义上说，张恒强的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人脉关系也是张自强无法企及的。他们俩人的竞争优势相对较量后，谁的竞争优势才会成为最后的竞争优势呢？或者说谁的胜出概率会大些呢？这确实是令老板们头痛的问题，这可不是算算数字就可以得出标准结论的。

为了看透张自强和张恒强俩人的竞争优势，我们不妨将张自强的竞争优势进行一些结构性分析（见图6-1）。

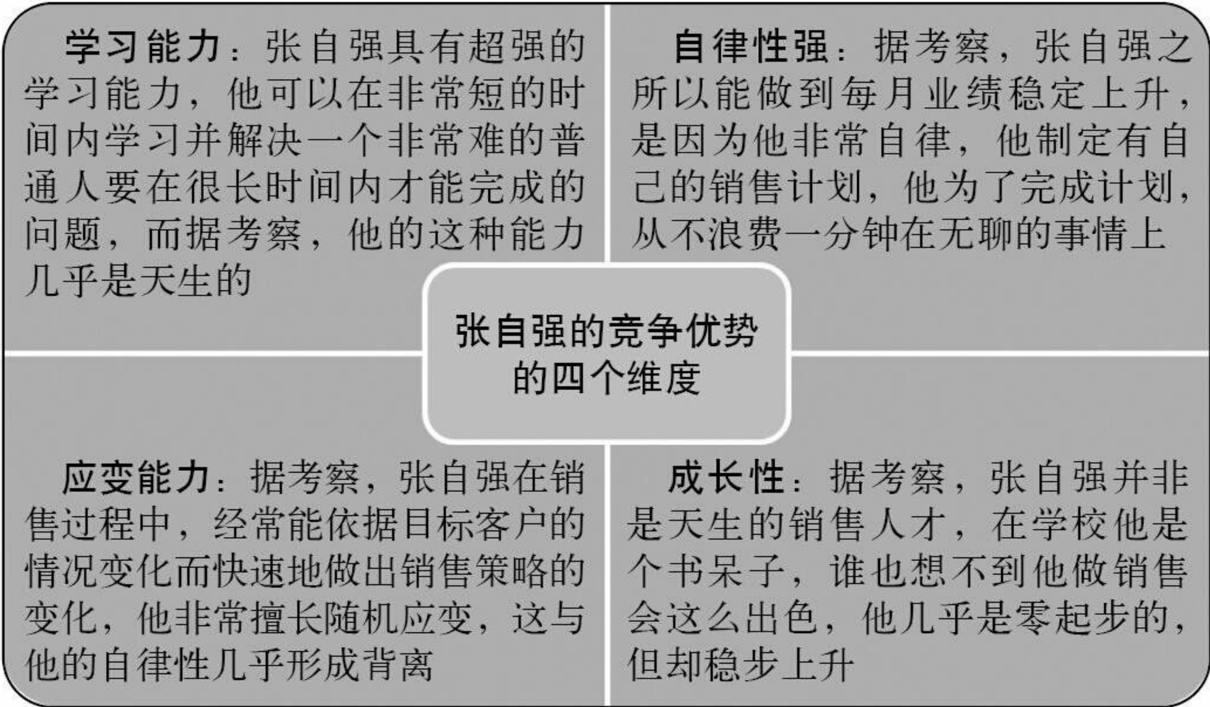


图 6-1 张自强的竞争力矩阵

在张自强的竞争优势矩阵中，无论怎么看，看到的都是基于他个人所拥有的。有些人可能会失望了—他太弱势了吧，很容易被人打倒的。然而，事实恰恰经常是相反的，谁都可以被人剥夺所拥有的一切如名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

声、财富、人际关系还有其他外在的东西，但是谁都很难剥夺我们身心所拥有的“才智”及由此而生发的战斗力、生命力。

好了，我们再来分析张恒强的竞争优势。同样地，我们也给他列出竞争优势矩阵（见图6-2）。

看了张恒强的竞争优势矩阵，或许我们都会羡慕不已，这简直就是一个生活在“蜜糖”里的“贾宝玉”啊。可是我们知道贾宝玉是什么结局吗？这个不用说了吧。很明显，张恒强是具有非常强的人脉关系这一竞争优势的，毫无疑问，这一点是张自强望尘莫及的。然而，我们或许应该考虑另一个问题：张恒强凭借亲人关系构建起来的人脉关系有多牢靠？我们知道，张恒强的很多销售业务都是他父亲亲自介绍才做成的，或许可以这么认为，张恒强的生意伙伴认同的可不是他本人，而是他的父亲、母亲、舅舅或者他女朋友的爸爸。换句话说，张恒强拥有的所谓很强的人脉关系其实是间接形成的，非他本人可以完全控制的，其脆弱性是显而易见的。构建在一种脆弱性基础之上的竞争优势值得我们长期的信赖吗？或者说，这还算是一种真正的竞争优势吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

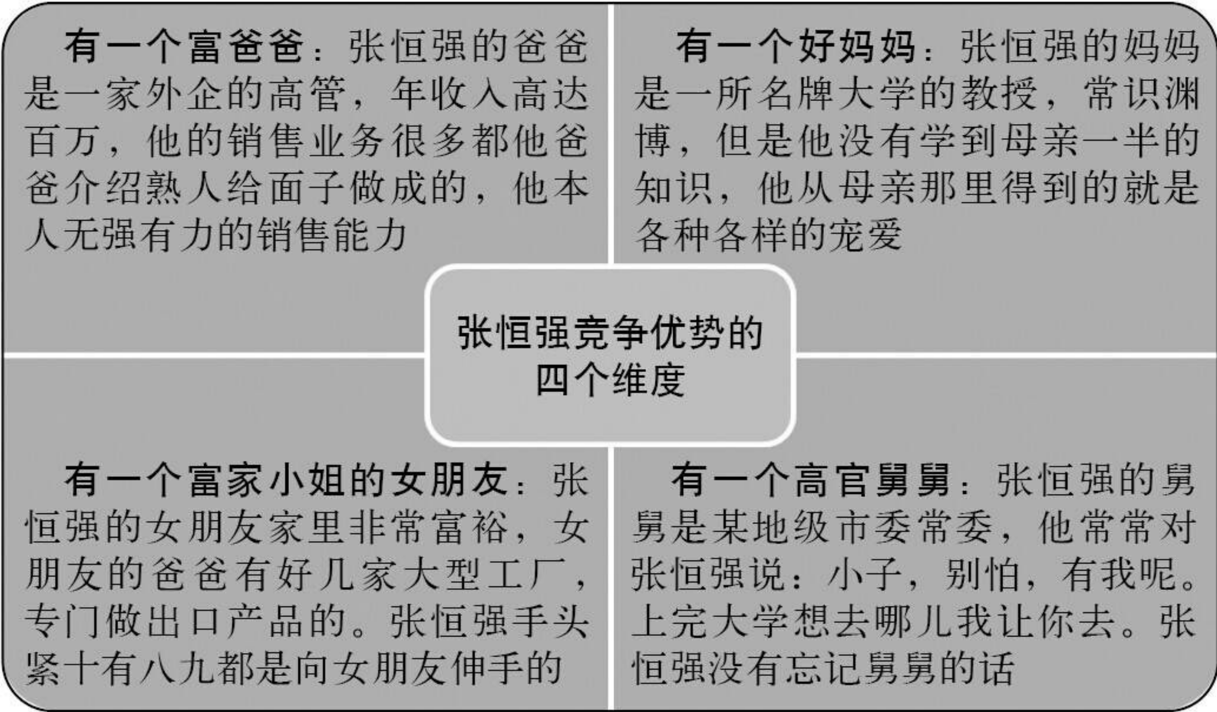


图 6-2 张恒强的竞争力矩阵

反过来看张自强，他的任何一笔销售业务都是他自己一手促成的。生意伙伴或许是认同他的为人及能力，或是认同他所销售的产品本身。但是，无论是两者中的哪种情况，张自强都在不断成功销售的过程中创造了他自己可以完全控制的人脉关系。记住，他的人脉关系是有一定隐蔽性的，但是其可靠性及成长性都将胜过张恒强的。

说到这里，突然想起一句熟悉的名言来：“如果把我一文不名丢在沙漠的中心，只要有一行驼队经过，要不了多久，我就可以重建商业王国。”

谁敢出如此狂言？美国石油大王洛克菲勒。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伟大的人物自有其超强的能力和信念，或许这也告诉我们如何更科学地评估一个人的竞争优势，而这同样适用于评估企业。

或许我们现在已经可以得出一个结论：对于一个人而言，其竞争优势源自于其自身所拥有的“才智”，这种“才智”是内生的，也是别人极难夺走的，具有极强的黏性的。

这个结论应用于商业生态系统中的企业竞争优势评估会有一个什么样的结果？

或许我们也同样可以说：企业竞争优势同样源自于其自身所拥有的“差异化特质”，这种特质是别的企业极难模仿的，非常具有黏性，是内生的，而不是寄生的。

基于对这个竞争优势的本质性认识，我们可以进一步细分并得到各种形态的优势程度不一样的竞争优势模型。这是本书接下来将要重点讨论的内容。

在商业生态系统中，我们已经有哪些应该掌握并应用于企业评估的竞争优势模型呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并非所有垄断模型都能带来超额回报

垄断或许是我们无论在日常生活中还是经济活动中都非常容易接触到的问题，垄断因为其特别的经济力量，已经形成一种强有力的竞争优势。只是，垄断竞争优势同时也受到诸多的道德质疑甚至是诸多法律上的挑战。微软就曾经一度因为垄断问题而备受责难，为什么垄断会让众人都反对？因为垄断形成的竞争优势是非常可怕的，如果微软在操作系统方面的竞争优势不被各种各样的反垄断法压制，它极有可能让其他系统商根本无生存空间。垄断的竞争优势是非常可怕的，这意味着只有垄断者有权利享有某些业务，而其他人都无权分享，是一种排他性的竞争优势。

垄断有很多具体的形式，不同垄断形成的竞争优势是明显不一样的。有些企业的垄断来自于政府政策的管制（比如中国移动、中国石油），有些企业的垄断来自于企业技术独家领先的优势（比如微软、英特尔），有些企业的垄断则来自于产品独一无二的口味、配方或地位（比如贵州茅台、云南白药），有些企业的垄断则来自于对某些独特资源的独占性（比如黄山旅游、盐湖股份、包钢稀土），有些企业的垄断则来自于其特有的独一无二的渠道通路（比如大秦铁路、陕天然气），等等。我们可以在商业生态系统中发现更多的垄断，只是各种垄断的程度是不一样的，有些是完全意义的垄断—别的企业根本无法生产同样的产品或提供同样的服务；有些则是相对垄断—别的企业可以生产同样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产品或提供同样的服务，只是非常艰难，没有任何层面上的优势。

切记，并非所有的垄断形式都可以产生超额回报，比如属于公用事业性质的垄断，就极难产生超额利润，因为价格受到严格的管制—我们可以发现，尽管某家城市的自来水公司高度垄断了当地的供水市场，但是，水价难以市场化调升，自来水公司通常只能保持一个较合理的利润率水平，而并不能通过提升价格为投资者带来超额回报，A股中也有这样的上市公司，比如南海发展。另外，大秦铁路也基本上属于这种类型的垄断。

严格地说，各种各样的竞争优势都可以表现为“垄断竞争优势”，当一家企业的竞争优势非常明显的时候，就会形成垄断现象。通常，这种垄断现象的出现是商业生态系统自然竞争的结果。当然，有些垄断竞争优势明显不是自然竞争的结果，比如因为政府政策管制的原因或者是因为先天性资源独占优势的原因形成的垄断优势，都不是自然竞争的结果，理论上是不值得提倡的。这正如我们前面所述的张自强和张恒强的竞争优势问题，张自强的竞争优势是自然竞争形成的，而张恒强的则是因先天性拥有某种资源而形成的，两者竞争优势的稳定性、可持续性和成长性都是不一样的。当然，他们的竞争优势都未能上升至垄断的地位。

现在已经有越来越多的国家制定了越来越严格的反垄断法，其目的就是让市场有充分的竞争空间，使整个商业生态系统更有活力、更健

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

康。所以，从未来发展趋势看，完全的垄断是不可取的，而且那些长期享受政府特殊垄断待遇的企业也是不值得学习和提倡的，他们的未来势必要遭受各种各样的责难。是的，凭什么他们可以一劳永逸？

投资者要寻找的理想状态的具有垄断竞争优势的企业应该是哪种垄断类型的呢？当然是那种属于技术、口味、配方和商业地位占有垄断竞争优势的，典型的比如微软，它借助其在电脑操作系统领域的技术和先发优势，不断地提升其市场占有率，最终形成了由商业生态系统自然竞争结果的垄断地位。

具有上述理想状态垄断竞争优势的企业在资本市场里的表现一般都是非常出色的。比如，微软，其股价从1989年到1999年的10年间上涨了96倍，同样的，同期的英特尔也因为其在芯片领域的自然垄断竞争优势获得了长足发展，其股价10年间上涨了37倍。而我国的云南白药的股价也在10年间（2001～2010年）上涨了超过20倍，贵州茅台的股价也在10年间（2001～2010年）上涨了超过20倍。

可见，由自然竞争结果而形成的垄断竞争优势是一种多么可怕的力量！

让我们尽情地挖掘具有这种垄断竞争优势潜力的企业吧，那是隐藏财富的神秘之地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规模效应也是一种强大的竞争优势

在金庸的武侠小说中，丐帮是个隐藏着无穷威力的帮派，尤其是其帮主洪七公因为掌握顶尖功夫降龙十八掌，更是成为传奇人物，江湖恶人皆闻之丧胆。丐帮势大时，曾一度引起朝野震惊。

缘何个个都是穷酸的“叫花子”，却能形成一股强大的江湖力量？仅仅是因为洪七公的降龙十八掌吗？非也。我们都知道，丐帮里有个很严格的规矩：谁要接任帮主位置，必须拥有丐帮的神圣信物打狗棒，而且要掌握打狗棒法，而且还要经受一帮长老的武力考验。可别小看了这些规矩，正是这些规矩，使得丐帮中的每个人都有了某种信仰，他们是有组织的，是有归属感的，帮主是能让大家过上好日子的。于是，帮主可以一呼百应，丐帮上下可以一鼓作气，想干嘛就干嘛。

好了，思考一个问题：如果把丐帮看做一家庞大的现代企业，它有没有规模优势？

很显然，丐帮有非常强大的规模优势，为什么这样说呢？

我们都知道，如果所有的“叫花子”都没有形成有自己规章制度、信仰的帮派，那么，他们只能是以单一的个体而存在。问题是，他们实在是太穷了，穷得连饭也吃不饱，就单个人来说，他们根本没有力量，温饱都不能解决的情况下，何来力量进行武力斗争？如果“叫花子”中的每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个人都拥有洪七公的降龙十八掌的绝世功夫，那就另当别论了，可事实上是绝大部分人只是极普通的“叫花子”。如果所有“叫花子”只是散落在各地民间，流浪生活，他们互相之间没有联系，也没有共同的信仰，没有像洪七公这样的帮主。那么，他们只能是散沙一堆，没有任何力量。导致他们有力量的是他们有了自己统一的规章制度，有了自己的帮主，他们相信帮主可以让自己的生活好起来，这有些类似于现代企业组织的原型。

每一个个体的力量是非常弱小的，当不同数量的个体组织在一起时，力量变得强大，随着个体数量的增加，组织力量越发地强大，甚至强大到呈现几何级的提升。丐帮就是这样的组织，它有非常明显的规模竞争优势。

是不是随着数量的增加，每一种组织都会形成越来越强大的力量，形成规模竞争优势呢？要回答这个问题，我们需要看到规模优势的本质—内在力量的增强。在现代企业中，我们经常可以看到一些企业组织并没有实现规模效应。他们的员工数量一直在增长，渠道代理商的队伍也一直在增长，可是，他们的产品销售却一直止步不前，利润率反而呈现下降趋势。显然，并非所有的数量增加都会导致规模效应，从而使得一家企业形成规模竞争优势。这样的企业案例其实并不少。比如，在纺织行业里，有些上市公司虽然身为“央企”，但是也很难产生规模效应，它们的利润通常很难通过增加设立更多的纺织厂、招收更多的纺织工人而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

增加，而它的纺织设备却不断地面临技术更新，确切地说，因为它身处于一个极难产生超额利润、规模效应的行业，我们也许根本无法责备其管理层，不是他们不够聪明，不是他们不用心，而是他们也无能为力。

能够形成规模竞争优势的企业，是有诸多条件的，简单的数量上的相加通常是无法产生有效的规模竞争优势的。并购是许多企业高管在面临利润瓶颈时想到的办法，许多企业高管热衷于并购。他们或许认为“多比少好”，“大即是强”，这是典型的对于规模竞争优势的误解。

明白并非所有的规模扩张都会形成规模竞争优势还不够。接下来，作为投资者，我们更需要掌握一个问题：理想的规模竞争优势模型是什么样的呢？

规模竞争优势的内在本质即数量的增加导致内在力量的增强。在物流服务行业就有这样的成功案例。因为数量的增加而形成不断加强的规模竞争优势的特征得到非常充分的表现，联邦快递（UPS）就是一个非常典型的案例。UPS主要的利润来源于其门对门的快递业务，这种业务配送依赖于分布于地面的众多服务网点，网点数量的增加会极大地优化其配送服务的质量，而服务质量的提高（比如更准时、更友善等）又将加强客户对企业的好感，客户数量不但会越来越多，而且会形成越来越强的客户忠诚度，最终会促使UPS获得相对于其他竞争对手的超额利润，客户们甚至会愿意以更高的价格购买它的各种服务。随着网点的不断增加，UPS的市场占有率不断地得到提升，其规模竞争优势就会越来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

越强。

UPS的案例告诉我们只有在方向选择上正确了，不断增加的数量才可能起到正向反馈，从而形成规模效应，最终形成规模竞争优势。

在信息网络技术非常发达的今天，同样属于规模效应的网络效应也表现得非常明显，尤其是在互联网行业。在互联网行业，用户数量与IP流量是两个非常重要的评估指标，越多的用户数量及IP流量在理论上意味着越多的信息流、现金流。以我国著名的互联网企业腾讯控股（Tencent）为例，它每增加一个QQ用户，就意味着多了一份收入，每个QQ用户多使用QQ软件一天，也意味着它多了一份收入。对于腾讯来说，数量的增加基本就意味着现金流的增加，这是一种非常明显的基于互联网技术的规模效应，也可以说是网络效应。

图6-3是腾讯2003～2009年即时通信活跃账户数量变化趋势图。

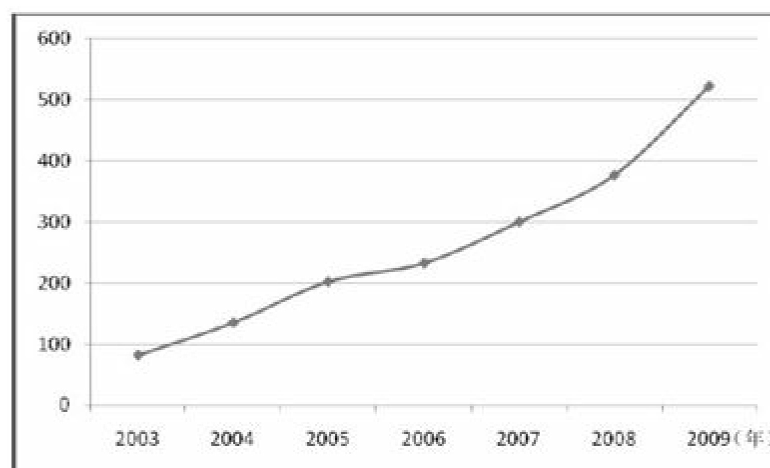


图　6-3　腾讯2003～2009年即时通信活跃账户数量变化趋势（单位：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

百万元）

从上面的QQ即时通信活跃用户数量的趋势来看，是稳步增长的趋势。我们再检查一下2003～2009年间腾讯的总体收入状况。

从图6-4腾讯的收入变化趋势来看，再对比腾讯活跃账户数量的变化趋势，我们可以看到两个现象：一是两者同期都表现为上升的趋势；二是上升的趋势在某个时间段有一些差异，2003～2005年的收入增长趋势并不太明显，但其活跃用户数量的增长趋势却要明显得多。另外，在2007～2009年间的活跃用户数量增长的趋势却是明显不如同期收入的增长趋势，同期收入的增长趋势几乎是直线上升，爆发性增长。

我们是否需要停留在这个现象多思考3分钟呢？当然很有必要。

为什么会出现似乎有些背离的情况呢？这就涉及一个临界质量的概念—物质材料只有达到某一特定质量值时，才会产生裂变。还有就是一个哲学量变到质变的哲学概念—只有累积的达到一定数量时，事物才会产生质的飞跃。腾讯的用户积累到一定数量时，才会表现为收入层面的爆发性增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

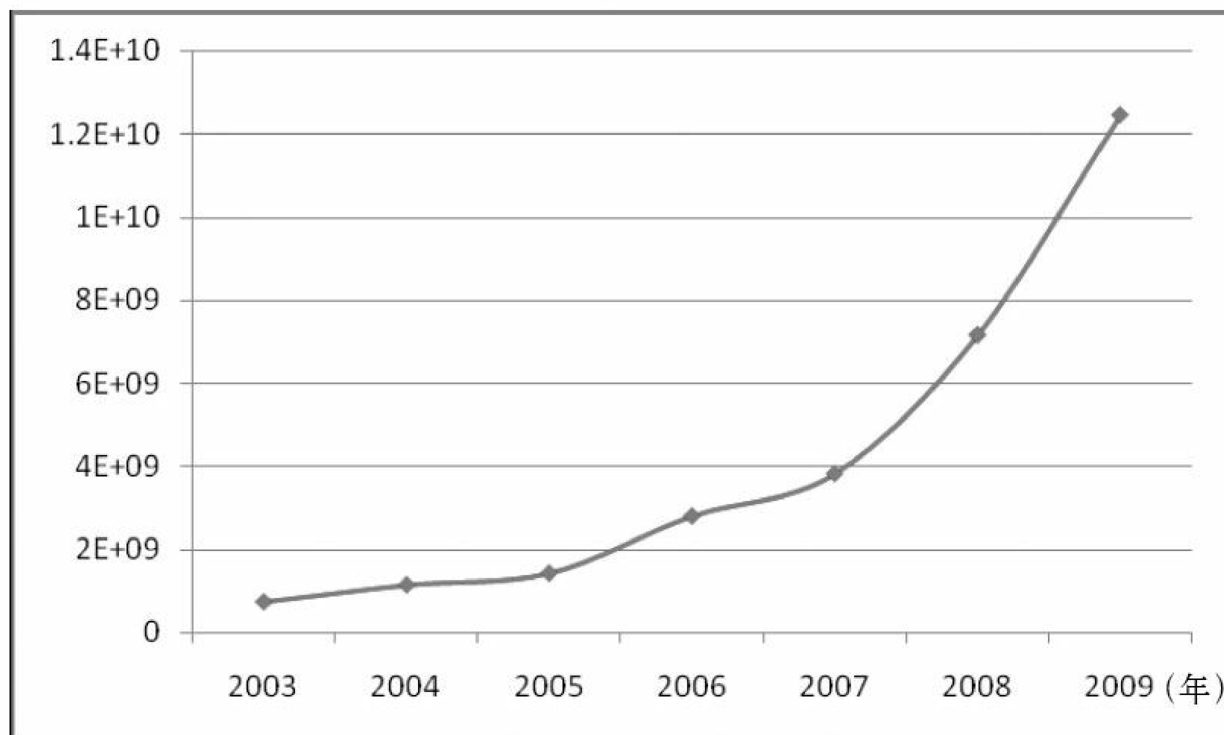


图 6-4 2003年至2009年腾讯收入变化趋势（单位：亿港元）

相信从临界质量和量变到质变这两个概念中，我们都不难理解这种略有背离的现象。说到这里，就要提醒投资者注意一点了：通常我们不是不能发现一些大牛股，而是我们没有足够的耐心持有它们，事实上是我们没有耐心等到它们由量变到质变的那一天。对于任何投资者来说，这不能不说是非常令人遗憾的事情。从这个意义上来说，长期持有具有明显竞争优势的企业是投资者战胜市场的优选方案。

最后来看看规模效应或者说竞争优势会给一家企业的股票带来什么样的影响。以腾讯为例，它是在2004年中国香港上市的，通过后复权的处理后，我们可以清楚地看到，其上市之初的价格大约在3.5港元左

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

右，而到2009年12月底期间，其股价已经达到150港元，短短5年的时间，股价上涨了大约40倍！这种上涨速度，远远超过A股里的云南白药、贵州茅台等大牛股，足见这种基于信息网络技术而形成的规模竞争优势的强大威力。

知道什么是真正的规模竞争优势了吗？腾讯就算是一个！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

客户黏性是一种甩也甩不掉的价值

这里还拿腾讯来举例说明。我们已经知道，早至2009年底，腾讯官方公布的数据显示，其即时通信（QQ）活跃用户数量已经高达5亿。好家伙，已经将近一半的中国人都在用它们的QQ了，这不得不说是一件令人震惊的事情，IT业同行视它为洪水猛兽，一点也不出奇。

说到QQ，请允许我先讲述一下自己的亲身感觉。

偷菜了吗？有一天，突然有朋友问我，而后，我又在电影院、咖啡馆、书吧里多次听到这样的问题，就像我们中国人平常问：你吃饭了吗？我一直有使用QQ的习惯，但是，我并不热衷于追求变化，我只是喜欢QQ那可爱的企鹅形象，憨厚而不缺乏调皮，也不知道是哪个创作高手，做了一套QQ点头、送信、捶背等一系列的温馨动画图片，让我喜欢得一塌糊涂。有时候，我看着一些QQ好友发过来的这样的表情图片，会忍俊不禁，那种淡淡的开心，我想应该不会只是我一个人在独自享受吧！后来，我也学会了种菜和偷菜，和一帮好友曾经玩得不亦乐乎，有时候竟也忍不住见了人就问：偷菜了吗？当然，有时候傻乎乎地不自觉地问了陌生人，人家瞪着眼问我：你才偷菜了呢！我似乎毫不介意，过后还哈哈大笑。我曾经问自己，为什么像我这样一个还算是理性的人，也会喜欢上像QQ这样似乎有些幼稚的玩意儿呢，还着迷于在QQ菜地里种菜，像三岁孩童或者那些十七八岁的少男少女一样。但是，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后来惊讶地发现，我父亲也对种菜乐此不疲，还有我年近百岁的爷爷，他们看着我种菜偷菜，都乐呵呵地笑，我不玩的时候，他们都争着玩。我曾经有好长一段时间都问自己，要是我哪一天不用QQ了，会怎么样呢？我发现，我越想越害怕，因为我发现，种菜我可以不种，但是，我不能不用QQ和朋友保持联系，他们都已经习惯于通过QQ给我发各种各样的信息和好玩的动画，而且，我还必须用QQ邮箱里的超大附件功能发一些我在其他的邮箱里根本无法发送的超大附件。我甚至发现，仿佛QQ就是我的互联网切入口，我做什么，都很自然地从QQ那里开始，我的电脑开机就自动启动了QQ程序，然后是自动登录。手机也是，设置了自动登录QQ，只要有移动信号，我就可以随手启动我的QQ旅程。我确信，我被QQ征服了，我心甘情愿地被它俘虏了，它不是白雪公主，它只是一只可以两栖的企鹅，但是它散发出了无穷的魅力。我，还有像我一样数以亿计的人们，都甘愿被它俘虏。

为什么会是它？一只小小的可爱企鹅，要知道，它曾经根本没有盈利的前景可以预期，如果不是当初的移动梦网给它带入源源不断的现金流，它也许就没有后来的辉煌。但是，事实上更应该这样看，为什么当初移动梦网有那么多的合作伙伴，唯独它独占了近70%的业务份额，这难道仅仅可以用偶然的机遇来解释吗？千万别小看了这只可爱的企鹅形象，是它，帮助我揭开了这个商业世界和投资世界的秘密。当许许多多的商业理论被人们津津乐道时，当投资世界热衷于各种投资理论的研究时，我发现，其实最朴实的、最有效的方法却被人们遗忘。商业世界永

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

恒不变的法则就是真诚地面对用户，一切以用户的价值为依归，如果用户认同了，死心塌地喜欢上了，一家企业不赚钱是不太可能的，问题只是回报来得快与慢的区别。几乎可以肯定地说，如果当初没有移动梦网，只要QQ坚持活下去，它迟早还是互联网的一个奇迹，因为我看到的不是QQ的赚钱能力，而是它对庞大用户的强大的吸引能力，这种能力迟早会转化为源源不断的现金流。如果这种能力不能有效地转化，那么，或许可以说，这种能力可能并不是真实的存在，人们看到的只是假象。

可以说，腾讯的盈利能力是完全寄托于QQ的，如果没有QQ庞大的忠诚用户群，几乎不敢想象腾讯将会过着什么日子。但是，像大多数互联网企业一样，腾讯也并不是因为有QQ，就跨越了前期不盈利的互联网门槛。QQ曾经一度因为无法找到盈利模式，而苦苦思寻。由此，也有许多人认为，QQ也就只能拿来聊天，玩是好玩，就是不能赚钱。他们认为，微软不是有MSN吗？人家也是不赚钱的呀，QQ不赚钱也很正常。但是，他们这样想是否犯了一个传统性的思维错误呢？我想，应该是的。因为他们依据的是既有的表现事实来判断未来。然而，未来从来是不可预测的，何况又是如此简单的预测呢？

腾讯的成功更让我们坚定了一个理念：忠诚的用户是企业最宝贵的财富之一。如果一家企业有一大批忠诚的客户，这样的企业想不赚大钱都很难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

何为忠诚的用户？这是要界定清楚的。我们经常可以听到企业高管明里暗里说：我们拥有大量的忠诚用户。可是，我们能相信他们说的话吗？哪一个高管没有这样说过呢？

事实上，大量忠诚的用户并不是每家企业都具有的。不要误解了，我的意思是企业都有自己的忠诚用户，但是在所有的用户群体中，忠诚用户占了绝大部分比例的企业却是少之又少。在商业生态系统中，竞争无处不在。我们常常会发现，很多企业的客户经常是全新的，他们没有太多的老客户，他们的生意就像是每一次的交易，一手交钱一手交货，从此以后双方基本上没有什么关系。大量从事“一锤子买卖”的企业，他们不知道什么叫忠诚用户，也无法享受忠诚用户带来的巨大益处。

所谓忠诚用户，简单点说就像是恋爱中的双方，当一方深深地爱上另一方的时候，双方都离不开了，都黏在一起了，不是有个词语叫“如胶似漆”吗？就是那个意思。客户黏住你不走了，就像老婆、孩子天天陪着你一样，你就幸福了，千万别无视这种幸福啊，否则或许你会在股票投资中亏得一塌糊涂的。

我们研究后会发现，正如我的亲身感受那样，QQ的客户黏性是很强的，我们经常会无意识地依“赖上”QQ，而且我们也确实有些喜欢它那可爱的企鹅形象，不是吗？别小看了我们的这种有些喜欢和依赖，这对于腾讯来说，是一笔巨大的财富。因为我们喜欢上了，所以我们每天都用它，那就等同于我们每天都在为腾讯创造现金流，当然我们也得到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了自己想要的。日复一日，年复一年，我们一直在用它，他们甚至根本无需再去开拓新的用户，已经暗地里笑得乐呵呵了。腾讯董事会的高管们会想出各种各样的关于QQ的新玩意儿，让我们在喜欢的基础上再喜欢多一点，这叫做让我们“爱屋及乌”，专业术语叫做“互联网增值服务”。

其实，提供对客户具有极具黏性的产品或服务的企业还是不少的，腾讯只是其中特别耀眼的罢了。在A股市场里，几乎无人不知茅台的大名。茅台只是一家白酒企业，缘何它能够成长为市值超过2 000亿元的大型企业呢？这里，我们排除其国酒的地位不说，单说其产品特性。我们知道，茅台酒是在特殊的自然环境下酿造出来的，曾经有人想在茅台镇以外的其他地方复制茅台酒，但都没有成功。喜欢喝酒的人，都能品尝出独特口味的茅台，这种独特口味正是茅台长期以来吸引人们的魅力所在。在某种意义上说，对于好酒人士而言，茅台的这种独特口味就像是一种轻度的“毒品”一样黏住了他们的口、舌、喉。可以想象，这是一种多么可怕的力量，“毒品”是越吸食越发上瘾的，而它的价格却还在不断走高。在饮料行业，如茅台一样具有很强客户黏性的还有五粮液，还有就是同样具有独特口味的可口可乐、王老吉，很多人一喝可乐就上瘾，其中奥妙不得而知，唯一知道的就是它的确口味独特。

从创造现金流的角度来说，我们无论怎么形容客户黏性所带来的好处或许都不为过，因为客户心甘情愿让你从他们身上剥夺一切！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为客户黏性而产生的竞争优势还表现在很多产业里。比如，在金融行业里，具有良好信用记录的银行机构，会有相当多的忠诚客户长期地将自己的资金交给银行管理，他们已经习惯于一家银行的服务和流程，也懒得去花费一些精力、填写一些必要的申请表格将资金转移到别的银行，况且，似乎别的银行也没有为他们提供特别的好处。于是，银行的客户就这样自然而然地被人们的习惯黏住了。

在软件行业里，也有不少企业的产品具有很好的黏性，从而使他们具有了黏性竞争优势。设计创意人员非常熟悉的Adobe系列软件，因为软件使用不容易掌握，甚至需要通过多次的专门培训才能熟练应用他们的软件，这就使得学会了这些软件强大功能的设计创意人员会无意识地离不开这些软件，他们虽然要忍受软件不断升级换代带来的新的学习烦恼，但他们发现，越是长时间地使用这些软件，就越是无法离开它们。设计创意人员其实心里很清楚，与其花大量精力去重新学习一款全新的软件，倒不如一直使用Adobe系列—像中了邪似的，不是吗？可是，他们都心甘情愿！黏性是一种多么可怕的力量！在国内软件行业里，也有与Adobe软件类似黏性的软件企业，比如财务软件里的用友、金蝶，这两家财务软件巨头都拥有大量的企业用户，俗称“北有用友，南有金蝶”。为什么财务软件通常会形成很强的黏性呢？这个其实不难理解，试问，有哪个企业愿意将自己的财务数据在不同的软件里来回折腾的？财务数据是企业的重要数据，一般情况是保密的，而且对于任何一款财务软件，财务人员都需要进行一定的训练才能熟悉掌握，当他们掌握某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一款软件的时候，他们就习惯于此，而不想使用新的软件了。还有一点也非常关键，通常企业的财务人员更换的频率也是极其低的，财务人员的稳定性也使得财务软件的黏性得到了进一步加强。

在医疗设备行业里，也存在一些企业的产品具有非常强的客户黏性的现象。比如，在一些心脏手术设备及一些外科整形设备中，就存在很多具有很强客户黏性的仪器设备，主要是因为医师们掌握一种设备的使用并不是太容易，一旦掌握后就有不愿意更换的动力存在，况且有些设备是附带有特定工具的，这些工具的使用都常常需要进行专门培训。因此，在医疗设备行业里，客户对产品通常具有较好的黏性，这是由这个行为的特点及产品本身的许多特殊性共同决定的。正因为这种良好的客户黏性普遍存在于医疗设备行业，所以，这个行业的企业都相对具有较高的股权收益率。比如，A股里的鱼跃医疗，这家企业是在2008年4月上市的，从2008～2010年，其每年的股权收益率都没有低于15%。2008年是15.23%，2009年是21.14%，2010年是18.45%，对于一家新上市不久的企业，因为资产和股本都有较大的扩张，能取得这样的收益率水平，是相当不错的，可见这个行业的盈利能力是比较强的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

低成本不是假冒伪劣的代名词

无论生产何种产品或提供何种服务，在同行中，如果我们能以最低的成本提供与竞争对手同样的产品或服务，我们就拥有了成本竞争优势。这种优势如果长时间地维持下去，竞争对手将会失去已有的市场，而我们将成为最终的胜利者。对于投资者来说，在市场中寻找那些拥有低成本竞争优势的企业，是通往成功的路径之一。事实上，在我们所看到的商业生态系统中，拥有低成本竞争优势的企业并不少，而且这些企业都取得了成功。

是什么导致企业拥有低成本竞争优势呢？提供同样质量的产品与服务，为何有的企业可以实现更低的成本？记住，千万别误解了成本竞争优势。并非只是提供更便宜产品或服务的企业就是拥有低成本竞争优势的，而是在相同品质的前提下成本较低者，那才是真正拥有低成本竞争优势的企业。

生产假冒伪劣产品是低成本的，这种企业能说有低成本竞争优势吗？不能。

通常情况下，流程、技术和原材料价格的共同作用决定了成本的高低。如果一家企业拥有比同行更优化的流程（无论是生产流程、管理流程），那么，它有可能拥有低成本竞争优势；如果一家企业拥有比同行更先进的技术水平，尤其是拥有一些原创性的专利技术，那么，它也有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可能拥有低成本竞争优势；同样的，如果一家企业在原材料的价格上有先天成本优势，它也可能成为拥有低成本竞争优势的企业。最完美的低成本竞争优势或许是流程、技术和原材料价格都占有成本优势的企业，这种企业所形成的低成本竞争优势极难被竞争对手超越，在资本市场中，这样的企业也注定会成为持续成长的大牛股。

通常，我们会发现，一般企业的成本竞争优势都很难长时间地维持下去，这主要是因为流程、技术和原材料的价格优势会在市场竞争中渐渐平均化。流程是可以被学习与复制的，即使是专利技术也是有专利保护期的，而原料材料的价格也不会因为某种采购优势或策略而长期低于竞争对手。

那么，到底是什么样的低成本竞争优势才更有持久性呢？我们认为，那些独占某种自然资源的企业通常具有明显且相对持久的低成本竞争优势。这里，我们以A股市场里的盐湖股份为例进行说明。

盐湖股份重组合并前为盐湖钾肥，是A股里典型的大牛股之一。从2001～2010年的10年间，其股价从20元左右上涨到300元左右，上涨了15倍。

盐湖股份的主营业务是生产和销售钾肥—也许你马上就感到没什么意思了，一家生产钾肥的企业，能有什么投资价值呢？你这样做出初步的判断确实是没错的，因为大量的化肥生产企业存在于市场中，他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

日子都并不好过。然而，如果你进一步去了解盐湖股份的钾肥业务，你会发现实在是相见恨晚！

盐湖股份生产和销售钾肥是基于察尔汗盐湖的大量钾盐资源的。在青海盐湖中，储量最丰富且最容易开发的当属察尔汗盐湖。

据相关资料记载，“察尔汗”是蒙古语的音译，意为“盐的世界”。察尔汗盐湖总面积为5856平方公里，是中国最大的可溶性钾镁盐矿床。湖中蕴藏着极为丰富的钾、钠、镁、硼、锂、溴等自然资源，总储量为600多亿吨，其中仅氯化钾表内储量为5.4亿吨，占全国已探明储量的97%；氯化镁储量为16.5亿吨，氯化锂储量800万吨，氯化钠储量426.2亿吨，均占全国首位。整个盐湖潜在的开发价值超过12万亿元，是发展我国盐化工业的战略宝地。

如果你没有忽略上述的这段资料记录，你也许就会明白为什么盐湖股份的毛利率可以达到高达70%的水平了。记住，盐湖股份出售的钾肥并没有像茅台酒那样的高价格，它生产的钾肥同样是按照市场价在销售的，并没有因为品牌而产生极高的溢价。茅台90%的毛利率我们是不难理解的，因为它是独一无二的品牌，它可以维持完全独立于市场价的极高销售价格。盐湖股份不能像茅台那样把价格卖到极高，然而为何毛利率却直逼茅台呢？有人是这样形容盐湖股份的资源成本优势的—随便开一辆水采船，把察尔汗盐湖里的任何东西捞上来都是白花花的银子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为占有了中国最大的盐湖资源，盐湖股份可以通过极低成本的原材料（钾盐）大量生产和销售钾肥，使得它拥有了几乎令其他国内化肥企业垂涎三尺的低成本竞争优势，而且它的这种优势将长期地持续下去直到某一天盐湖资源的开采权不属于它或者所有资源都已经开采完毕。

盐湖股份的这种明显的因原材料成本极低而导致的低成本竞争优势形成了什么样的竞争力呢？持续的高盈利能力！

我们研究了将盐湖股份在2001～2010年的10年间毛利率（见表6-1）和加权平均股权收益率（见表6-2）两个指标，这些数据让我们再一次地发出了感叹，原来，低成本竞争优势也是可以有如此的可怕力量。

表6-1　盐湖股份2001～2010年的10年间毛利率情况

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
46.96%	43.49%	45.67%	60.23%	67.78%	68.00%	70.08%	78.41%	65.41%	58.54%

表6-2　盐湖股份2001～2010年的10年间加权平均股权收益率情况

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
12.47%	13.20%	8.68%	23.27%	34.24%	44.33%	44.14%	51.46%	40.84%	32.93%

从上述数据可以看到，盐湖股份10年来没有一个年度的毛利率是低于40%的，10年来的平均毛利率达到了60.46%，而农业化肥制造行业普遍的毛利率水平大约都介于20%～30%，有的甚至低于15%的毛利水平，盐湖股份的毛利率水平是普通化肥制造企业的数倍！如果百货零售行业达到这个毛利率水平会怎么样？所有的零售商老板都会忍耐不住地笑出声来！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在股权收益率数据统计中，2003年是盐湖股份收益率最低的，官方的解释是市场竞争激烈而且矿源紧张。当然，单一年度的收益率明显偏低并不能说明实际的盈利能力，因为非常多的因素会导致股权收益率的变化，这里不做详细讨论。我们可以看到，在接下来的2004年，收益率马上有了快速的提升，并持续至2010年，计算可以发现，其10年来的平均股权收益率已经达到30.56%。不得不说，这是一家具有超级强大盈利能力的企业！我们都知道，股神巴菲特每年的收益率大约也就是20%左右的水平。一家企业若能长期保持20%的股权收益率已经是非常优秀的了，盐湖股份却超过了30%的水平线，这都是拜其拥有的得天独厚的盐湖资源所赐。优质的可以低成本持续开发的盐湖资源使得它的原材料成本大大降低，这一点优于其他一切需要以原材料采购进行生产加工的化学肥料制造企业。

可见，在资源类企业中，那些拥有非常大量独占性稀缺资源的企业，将拥有非常明显的成本竞争优势，这是一个投资者不可忽视的领域。

当然，在成本竞争优势中，还有一些企业构建了更优秀的业务流程，也形成了低成本竞争优势，这在IT行业有一个典型的例子，那就是美国的戴尔（Dell）。这是一家通过直销流程方式构建了低成本竞争优势的IT企业，它取得巨大的成功，也因此一度成为华尔街的宠儿，它的股价在1989～1999年的10年间累计上涨了890倍，是美国股市当之无愧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的大牛股之一。个人投资者若有幸在一生中能抓住一只类似于戴尔这样的大牛股，已经足可以衣食无忧了。别担心，世上无难事，只怕有心人，你会有好运的。

戴尔的纯采购组装和直销模式取得了空前的成功，这种模式极大地减少了工厂生产成本以及IT产品在流通领域的费用，而使企业可以将更多的精力投放在配件的采购及终端营销层面。买过戴尔电脑的人都知道，他们经常会收到戴尔的直邮广告目录，购买它的电脑通常只需要打它们的800电话，或者直接登录它们的网站也可以下订单，而产品届时会直接邮寄到家里。

戴尔的成功在于它坚定地放弃了传统IT注重的两方面：一是技术研发；二是庞杂的销售渠道。戴尔基本上没有自己的核心技术，它的电脑绝大部分的都是各种品牌的组件组装起来的。当然，它拥有一套标准的组装流程工艺以确认何种配件相装合会使电脑获得最优的性能，同时它拥有极优的组件采购渠道，它可以轻松实现在全球范围内采购需要的各种电脑组件。戴尔没有大大小小的一大批经销商队伍，它主张将电脑直接送到用户手中。

在戴尔没有成长为大企业的时候，通常人们都会把它当做IT行业里的“土老帽”，相比IBM这样的老牌IT企业来说，它是要技术无技术，要品牌无品牌，要经销渠道无经销渠道的“三无公民”。但是，恰恰是这样看似身份低微的企业，却将“蓝色巨人”IBM的个人电脑业务压倒了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

戴尔的成功至少给了我们一种全新的启发：通过着力于打造一种全新的业务流程模式，可以取得相对低成本竞争优势，而且通常能开辟一片“蓝海”市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

品牌竞争优势的特质是可获取超额利润

品牌的竞争优势对于任何一个身处商业生态系统的人来说，都是不陌生的。人们愿意出更高的价格买入他们喜欢的品牌产品，这是品牌竞争优势最令投资者兴奋的，因为强势品牌具有较强的议价能力，从而可以不断地使企业获得超额利润，这正是投资者乐于看到的。

然而，有一点是普通个人投资者最容易误解的，那就是他们经常把知名品牌等同于品牌竞争优势，这是对品牌没有完全深入认识所形成的认识误区。人们在日常生活中，会接触到各行各业的五花八门的品牌，但是，我们会认为这些品牌都有品牌竞争优势吗？

最容易被误认为有品牌竞争优势的是那些通过高额广告成本打造的一些流行时尚品牌，这些品牌的信息几乎在一夜之间充斥大街小巷。然而，我们经常发现这些品牌共同的下场都是烟消云散。有位企业家说得很好，产品不过硬却花大力气做广告，那是死路一条。我们研究发现：具有竞争优势的品牌，都有一个共同的特点：无论价格如何，它们的产品或服务却肯定是一流的。劣质的产品或服务不可能形成品牌竞争优势，这是永恒的真理。

我们还发现，在不同的行业，品牌的竞争优势具有明显的区别。有些行业产品明显具有很强的品牌竞争优势特征，而有些行业产品则极难建立品牌竞争优势。比如，奢侈品行业中，品牌竞争优势的特征就表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

得非常强大，有些奢侈品，如ROLEX手表、LV包、茅台酒等，它们的售价远远高于同类产品。有些人可能会说，ROLEX手表里嵌有钻石呀，可是你想过没有，如果把那颗钻石取出来单个出售，又会是什么价格？相信肯定会让你有些失望，对于奢侈品来说，你付出的价格绝对是同类产品的数十倍甚至上百倍。这是由人们的消费偏好造成的对于奢侈品相关品牌极高溢价的结果，很多人心甘情愿，甚至是乐此不疲，因为他们相信，那是自己身份与地位的代表，这我们还有什么话可说呢？并不是人人都是理性的。

与奢侈品行业的强势品牌竞争优势的现象比较，有些行业就显得根本没有品牌竞争优势了。比如，在家电产品行业里，众多的知名品牌存在，如海尔、TCL、格力、美的、长虹、创维、三星、索尼和东芝等，但是，这些品牌几乎都没有明显的品牌竞争优势，无法产生明显的品牌溢价。我们认为格力空调品质很好，然而，其售价也极难明显高于其他品牌空调多少，有一些价格上的差异，但明显不能突出通常意义上的品牌竞争优势。同样的，海尔的洗衣机和美的洗衣机在售价上有明显的差别吗？所有的众所周知的品牌，几乎都无法享受品牌的溢价，这就是家电行业的品牌特征，与奢侈品行业有天壤之别。

我们并不否认家电行业里的上述品牌都有吸引顾客的独特之处，有些或许是性能上更优越，有些可能是外观设计上更为人性化。但是，对于投资者来说，这些品牌特征是无足轻重的。投资者需要的是品牌的溢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价，无法产生溢价的品牌，是无法形成品牌竞争优势的。资本是逐利的，无情的，我们喜欢那些知名的家电品牌，它们极大地改善了我们的生活，可事实上这些品牌产品的毛利率大部分只维持在20%的水平线上，有的甚至不到10%的毛利率，广大的老百姓并不愿意为这些品牌支付溢价，事情就是这样让人哭笑不得，用一个网络流行词形容：囧。

但是，我们不得不提醒投资者一点：我们所看到的只是家电行业的现状，这个行业未来会怎么样，它同样会没有品牌竞争优势特征吗？世事无绝对，商业优劣势在时间的长河中常常也是有“轮回”的，不是吗？在我们普遍认为手机行业里品牌并无明显竞争优势的时候，不是出现了一个iPhone吗？苹果iPhone的售价因为其颠覆性的创新，明显高于其他品牌的智能手机，我们不得不说，在一个看似无明显品牌竞争优势的行业里，苹果建立了一种品牌竞争优势。

具有明显竞争优势的品牌，最终会有两个比较明显的市场表现：一是表现为企业产品或服务有明显不同于行业内其他品牌的议价能力，这一点已经在前面做了陈述；二是表现为企业产品或服务在行业内市场地位的不断提升，表现为市场占有率的提高。这一点我们可以从苏宁电器和国美电器这两大国内电器连锁零售巨头看出来，因为有领先进入的品牌相对优势的基础及良好的门店盈利能力，两家企业都是通过不断地复制连锁门店的方式提升了市场占有率，也反过来推动了其品牌地位的提升。品牌与市场占有率互相推动的现象，在通路型企业表现得很明显，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在一些消费品制造企业也有突出的表现，如全球知名的吉列剃须刀便是个典型的例子。当然，准确判断一家企业的市场占有率并不是太容易的，因为通常是没有相关的直接数据可供参考的，尤其在国内市场研究并不发达的市场中，一家企业的实际市场占有率数据是难以得到的，而且很多也是相当不可靠的，这是令人遗憾的事情。

最后以A股一家品牌竞争优势非常突出的企业贵州茅台为例，对这类企业的优势做个简要的说明，以证明上述有关观点。

贵州茅台的业务相当简单，就是酿酒卖酒，而且是白酒，身处于一个缓慢增长的非常传统的行业里。然而，贵州茅台却创造了巨额的利润，表现出了极强的盈利能力，并在资本市场获得持续不断的追捧，贵州茅台的魅力到底何在？一句话：具备极强的品牌竞争优势。

为什么说贵州茅台有极强的品牌竞争优势呢？因为它有极强的议价能力，它的售价可以高出其他诸多白酒品牌许多。

我们拿贵州茅台多年来的财务数据说明它的品牌竞争优势（见表6-3、表6-4、表6-5）。

表6-3　茅台10年的主要产品（高度茅台酒）的毛利率水平

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
83.44%	82.88%	80.88%	83.39%	83.48%	84.89%	90.00%	92.25%	92.56%	93.06%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表6-4 茅台10年的股权收益率水平

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
26.79%	13.86%	18.65%	21.53%	23.99%	27.67%	39.30%	39.01%	33.55%	30.91%

10年的平均毛利率水平高达86.68%，还有什么产品比卖茅台酒利润高？可见，品牌优势带来的溢价非常明显。

表6-5 茅台10年的净利润增长水平

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
31.55%	14.78%	55.97%	39.85%	36.32%	34.47%	83.18%	34.88%	13.50%	17.13%

10年的股权收益率的平均值达到27.53%，又是一个“抢钱”的水平！

10年净利润的平均增长率为36.16%，能在10年内保持这个增长纪录的企业很少。

至于贵州茅台为什么能成为极强势的品牌，这里不做太多的分析，毕竟，人们已经非常熟悉它。我们相信，它的国酒地位和独特的口味魅力，是其品牌竞争优势存在的重要基础。

我们把茅台毛利率、股权收益率（ROE）及净利润增长率的数据进行比较分析，可以明显地看到，茅台的毛利率和ROE都相对处于一个较高的并且稳定的水平线上，而净利润的增长率却明显产生了很大的波动现象（见图6-5）。这或许也说明了一点，茅台也是有其自身的周期性的，虽然身处快速消费品行业，但它仍然具有商业经济中普遍可见的周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期性，只是这种周期性的表现和那些明显周期性的行业不同罢了，茅台的周期性主要是企业发展本身的周期性。

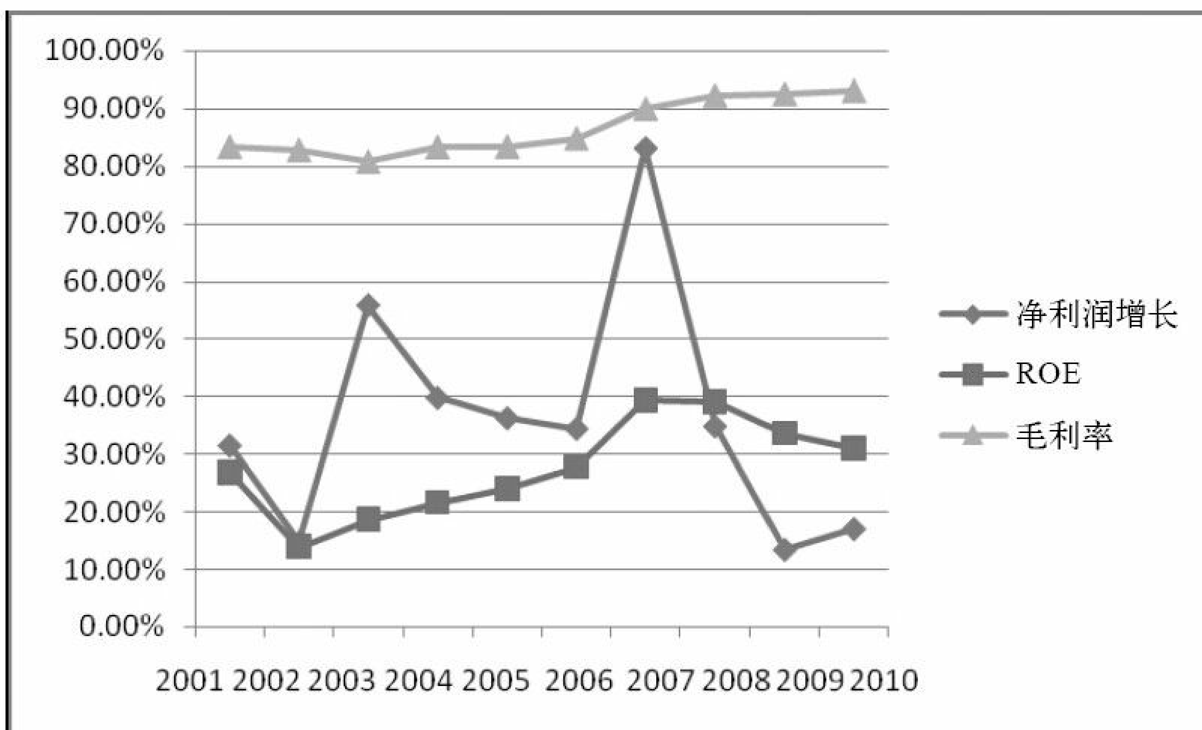


图 6-5 茅台10年来毛利率、股权收益率、净利润增长率曲线图

必须清楚一点，这里仅仅是以茅台为例对品牌竞争优势进行说明，至于茅台的投资价值这里并无意去论证。无论如何，茅台的品牌竞争优势是相当显著的，这是毋庸置疑的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看透商业模式的本质及其竞争优势

什么是商业模式？这是首先需要弄明白的问题。商业模式普遍存在于商业经济生态系统中，可以说，每一家企业都有自己的商业模式。

形象地说，商业模式就像是人们的生存方式，不同在于一个是个体的生存方式，一个是企业组织的生存方式。我们每一个人都有自己的生存方式。有些人的生存方式很简单，比如：通过工作，获得一定的薪水支撑生活中的各种费用，周而复始；有些人的生存方式相对复杂一些，比如：通过创办企业进行商业价值的创造，获得远胜于个人工作所能创造的财富，并运用这些财富再投资，或者进行慈善活动。

人的生存方式和企业的商业模式在本质上是一致的，无论是简单或复杂的商业模式，都会涉及3个重要问题：一是交易内容；二是交易涉及的各方（交易要素）；三是交易形成的结构与方式。如果能够深刻领会这3个重要问题，也就从根本上理解了商业模式。我们先以单个体的人为例进行说明：A是工薪阶层的一员，他在一家IT企业做网页设计（统称为B），C是他的老板，C每个月都会依据A的工作（即B）发工资给A, A每个月拿了工资（统称为D）会进行各种各样的消费支出（统称为E），如此周而复始。那么，A的商业模式就是：A→C→B→D→E的循环。其中，ABCDE都是属于交易的各方，是交易中的包括人与物的要素；交易内容涉及网页设计作品（B）、工资（D）、各种消费品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（E）等；交易结构与方式很简单：A为C工作产生B, C给A发工资产生D, A拿工资D的一部分去买E。

我们再以一家制造企业为例进行说明：A企业是服装制造销售企业，假设它生产自创品牌“长青树”的休闲服装。A企业的主要活动是聘请大量的服装设计人员（统称为B）设计各种各样的服装品牌（统称为C），或者对“长青树”品牌进行不断的款式创新。A企业会向部分布匹原料提供商（统称为D）采购一些原料，对已经设计好的服装品牌，A企业会做出一些样板，而后，它会将大批量生产的订单交给其他的服装生产厂（统称为E），与此同时，A企业会在全球范围内建立自己的“长青树”品牌服装零售专卖网点（统称为F），也允许加盟商（统称为G）以加盟方式开设网点进行零售，并且通过专业网络平台及运营商如淘宝（统称为H）在网络上（统称为I）直接对个人消费者（统称为J）进行销售。很明显，A企业的商业模式中含有多个交易方即交易要素：A、B、C、D、E、F、G、H、I、J，又有多种交易内容：涉及C、D、F、I，又有多种交易结构与方式：涉及B、C、D、E、F、G、H、I、J。但是，对于企业A来说，其商业模式显然已经比一个普通工薪阶层的A的商业模式复杂多了，一是交易方多了，二是交易结构与方式多了，三是交易内容多了。

通过上面的假设分析，相信我们已经能够清楚地认识到商业模式的本质了，任何商业模式都离不开交易方、交易内容及交易结构3个方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的核心内容，并且交易结构又是核心中的核心，为商业模式创新提供了非常多的空间。

然而，我们怎样才能更准确地评估一种商业模式的优劣呢？评估商业模式有标准吗？

我们认为，商业模式是可以有评估标准的，这个标准就是：会使交易成本最低的商业模式才是真正的有竞争力的商业模式。

上面假设的A企业服装制造企业采用的模式即是一种基于传统的改良式创新，其创新点在于抛弃了低端的依照品牌样板进行生产加工的环节，并且取消了各级代理商，采用了品牌专卖及加盟终端布局网点的渠道，同时还采用了更为先进的渠道方式—网络直销。A企业的这种模式是国际一流企业普遍采用的商业模式，这种商业模式在服装、消费电子等产业得到了非常普遍的应用。这种商业模式在全球化的商业生态经济环境下，产生的后果就是人力成本低的发展中国家的企业普遍接受了人力成本高的发达国家企业的订单，进行了大规模的代工生产，消耗了巨大的资源，却只获得了微薄的利润。例如，Nike品牌，它没有也无须自身设立规模庞大的工厂，全球发展中国家的服装制造厂都是它的生产基地，它只需要向这些服装制造厂派发订单就可以了。大量的发展中国家的服装制造企业非常愿意接受这种订单，根本的原因在于其人力资源成本极低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发达国家的企业普遍采用的这种“只取产业链两端，不要中间环节”的商业模式，改变的仅仅是商业模式的交易结构，但起到的作用却是巨大的。因为无须自身组织具体的生产加工活动，诸如Nike这样的企业就可以将更多的人力资源、资金用于品牌的推广及终端销售渠道的建设，通过培养优秀的品牌而产生超额利润，脱离了服装行业普遍性的低利润怪圈。

为了让我们更清楚地看到改变交易结构是如何创新商业模式的，我们可以先画一个简单的传统服装企业的商业模式流程图（见图6-6）。

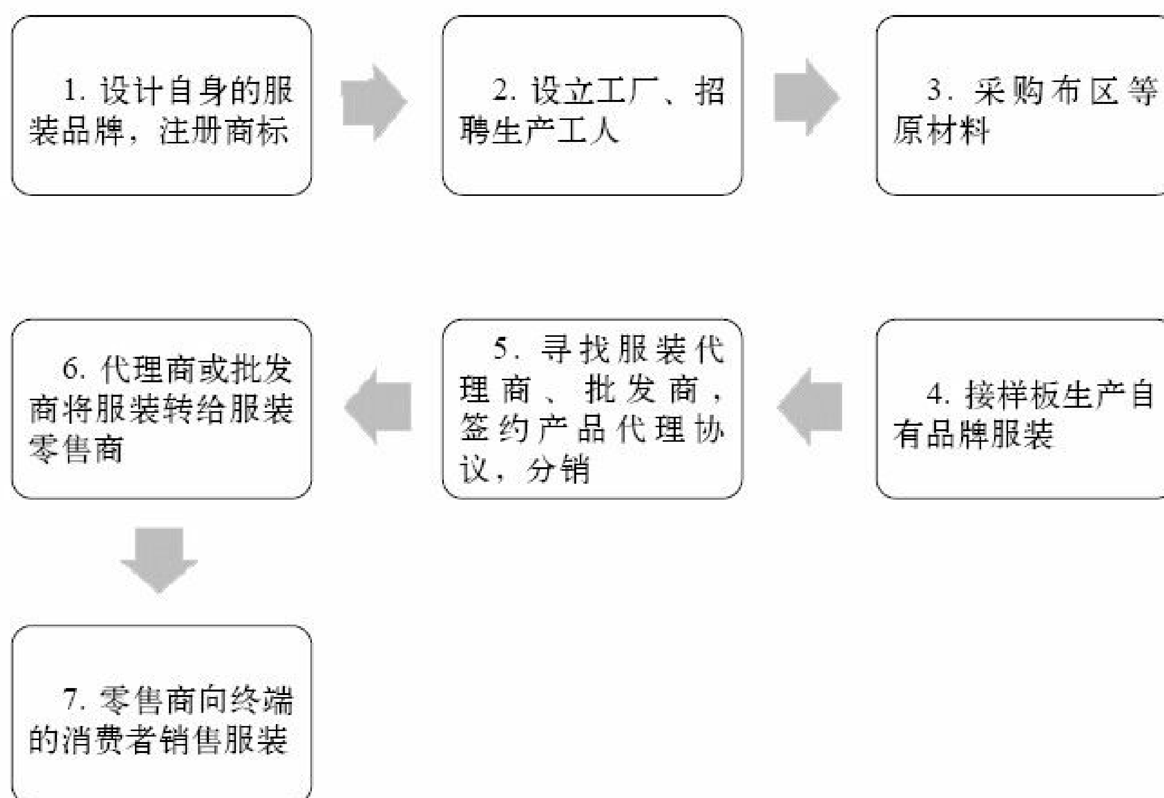


图 6-6 传统服装企业的商业模式流程图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在图6-6的7个流程步骤中，固定成本最高的是第2步：设立工厂。这个环节在传统服装企业中是必不可少的。事实上，事情远比我们画的上述流程图要复杂得多，传统服装企业如果只是在一个城市或是在一个国家发展事业也就罢了，如果要在全国或全球范围内进行事业的扩张，因为考虑到物流成本的问题，那就不得不在全国或全球范围内设立大大小小的工厂，方可满足需求，这是一个艰难的任务，需设立工厂涉及许许多多的不同的审批，涉及获取工厂用地、建设生产厂房、引进生产机械设备、环境保护评估、招聘生产工人等工作，这个环节将大大消耗传统服装企业的精力，同时自然就会形成无暇顾及服装产业链两端—前端设计与终端销售的问题。不是我们的服装企业家们没有能力，实在是他们无法更大负荷地工作，他们的精力是有限的，他们受困于既有的商业模式。

让我们略微地改变一下传统服装企业商业模式中的交易结构，事情就会变得完全不同了，企业家们有更多的精力操控设计，打造更精美的服装品牌，并且将之推广到真正的消费者中（见图6-7）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

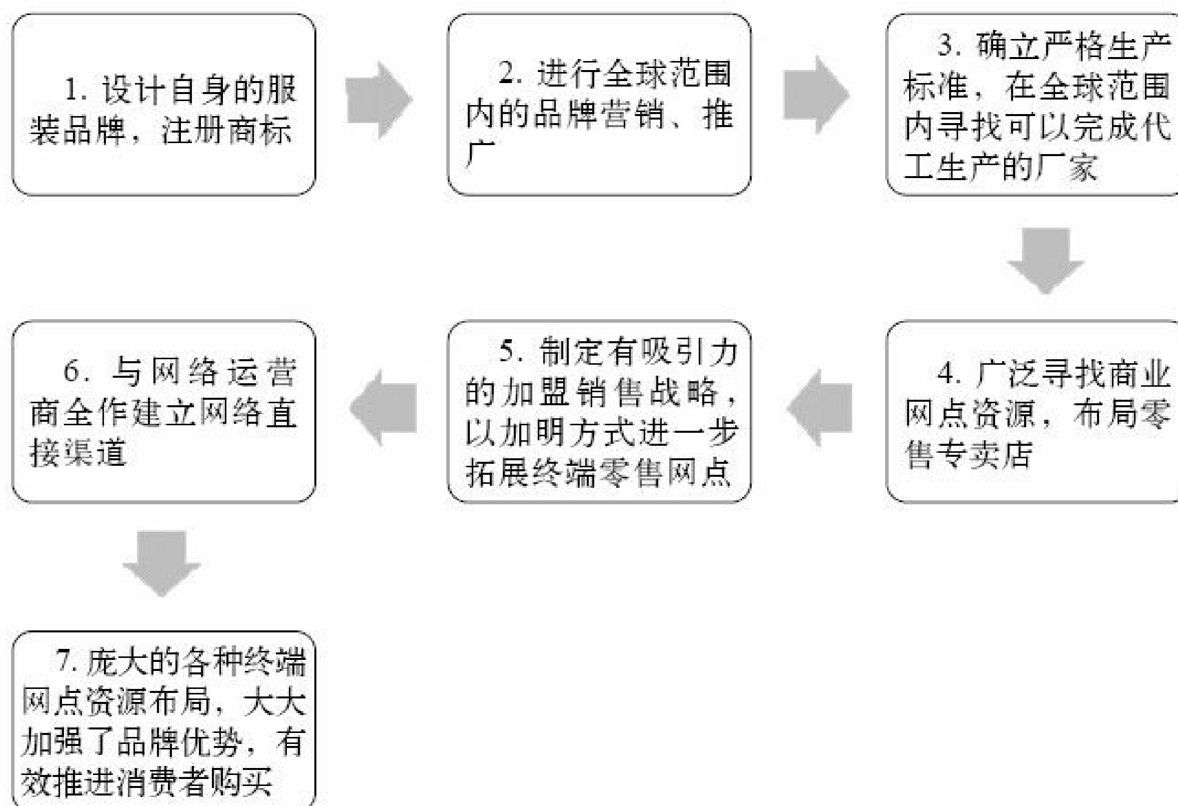


图 6-7 现代服装企业的商业模式流程图

从上面这个同样是7个流程步骤的商业模式中，我们以看到，我们主要是消除了原来的第2步中的“设立工厂”，取而代之的是品牌营销、推广。第2步的变动，导致了后面的流程、销售策略全部跟着变化了，企业不再拘泥于采购原材料和寻找代理商。而是充分利用各种可用资源建立各种终端销售渠道，如专卖店、加盟店、网店等，形成铺天盖地的品牌认知渠道，大大加强了品牌竞争优势，互动性也激发了终端消费者的购买冲动，市场占有率将提升，品牌溢价也最终会体现出来。

我们这里并不是要全面地研究商业模式，关于商业模式的问题，足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以另写一本书，估计也未必能全面论述清楚。我们的目的是理解商业模式，而且能够由此而判断出一家企业的商业模式是否具有竞争优势。

通过传统与现代服装企业的两种商业模式的简单对比，我们可以发现，传统服装制造企业的侧重点放在了生产环节，而现代服装企业的侧重点放在了品牌设计和销售终端两方面，几乎完全抛弃了中间的生产环节。这种改变会带来什么呢？会使整个的交易系统的成本大大降低，现代服装企业将最大的成本（生产服装）任务外包给了其他有能力的企业，转嫁了本来应承担的固定成本，与此同时，现代服装企业因为甩掉了最大的成本包袱，就有了更多的精力致力于品牌设计、营销，从而可以更有底气形成企业的品牌竞争优势，基于优秀的商业模式基础之上。

事实上，当我们认清了商业模式的本质后，我们会发现，只要改变交易结构中的某一两个环节，就足可以设计出另一种全新的商业模式来，改变整个商业模式系统中的信息流、资金流等，最终改变整个系统中的交易成本。如果某种改变足以使设计者可以通过最低的交易成本而获得更大的利润，那这种改变就是一种商业模式的成功创新。

基于交易角度的分析，能够让我们更清楚地认识商业模式的本质，这对于投资决策分析有极大的帮助。我们可以通过对一家企业的商业模式进行简化的交易结构分析，便可以由此而判断这家企业的商业模式是否具有优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下面，我们以A股中苏宁电器这只大牛股为例进行商业模式的一些分析，旨在让我们更深入理解商业模式，并且由此发现商业模式对于企业成长所带来的巨大推动作用。

苏宁电器是一家从事电器连锁零售的企业，这家企业在2004年上市，经复权处理我们可以看到，其2004年的股价大约在30元左右，而2010年时已经达到1 300元左右，股价在6年的时间里上涨了40多倍，可以说是A股市场当之无愧的大牛股，股价上涨幅度超过了云南白药这样拥有无可匹敌的国家绝密配方的老字号品牌优秀企业，其奥妙何在？

如果非要给苏宁电器成功实现高成长一个理由，那么，我们认为苏宁电器是商业模式上的巨大成功，这种成功极大地超越了传统企业的发展界线—通常，我们认为，一家传统企业如果能够保持30%的增长速度已经是个奇迹了，而苏宁电器远远超越了这个奇迹。

为了更好地看到苏宁电器的利润成长性，我们把它未上市前的2001～2003年前的数据也做了统计。

粗略地分析苏宁电器的数据就可以发现，从2001～2010年的10年间，苏宁电器的净利润平均增长率达到了78.6%，几乎是每年都翻番，这绝对是商业经济中的一个奇迹，而这个商业奇迹很大程度上得益于其优秀的商业模式。

看图6-8苏宁电器10年的利润增长曲线，这是一条多么陡峭的曲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

线！商业模式的威力由此可见一斑。

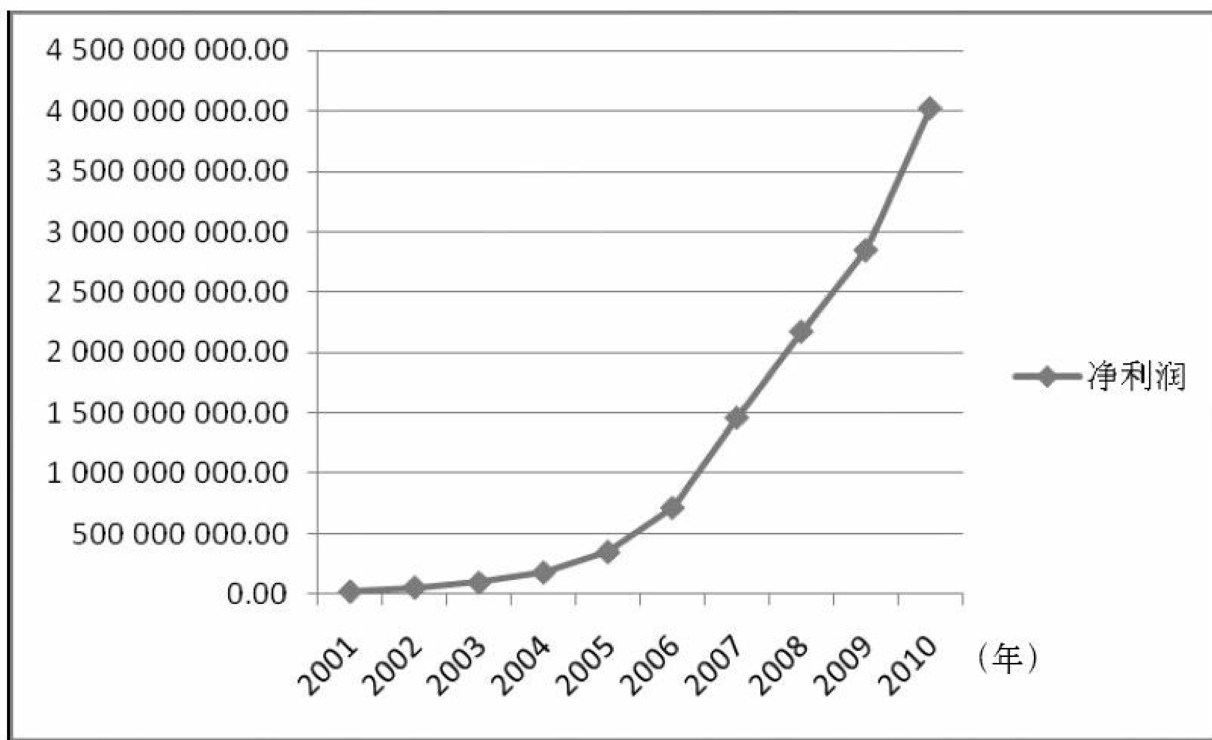


图 6-8 苏宁电器10年净利润趋势曲线

应当说，苏宁电器的商业模式其实是不难理解的。在现实中，我们可以看到，苏宁电器在全国各地都不断地开设连锁电器零售店。苏宁电器是怎么样赚钱的呢？苏宁电器自身并不制造任何家电产品，他们只是提供集中的大卖场。各个品牌的家电，都可以通过与苏宁电器签订购销合同而进驻卖场中，关键的问题就在于那些购销合同的方式。熟悉家电行业的人士都知道，家电行业是个充分竞争的行业，因为受到价格战的影响，长期处于买方市场中，一方面需要不断的技术更新，另一方面产品的销售价格却始终提升不了—家电产品难卖是一个不争的事实。苏宁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

电器发现了其中的价值，他们通过建立专门的电器零售大卖场终端，帮助各个家电品牌销售产品，并提供各种服务。当苏宁电器可以提供越来越多的大卖场终端的时候，各个家电品牌厂商对其的依赖性在理论上会越来越强，这就是所谓“渠道为王”。正是因为苏宁电器在终端的这种强势地位，相对于家电行业的整体性弱势，便让苏宁电器轻而易举地实现了“空手套白狼”的商业模式，我们可以称为“类金融模式”。苏宁电器凭借强势的终端渠道地位，与各家电厂商签订非常有利的购销合同，家电厂商愿意把货品给苏宁电器，苏宁无须以“一手交货一手交钱”的方式支付货款，而是待货品销售到一定程度，才与各个家电厂商进行购销结算，从进货到结算，当中有一个周期，短则一月，长则一年。在结算时，苏宁电器不但获得了货品的差价，而且各个家电厂商还要返利给苏宁电器，这种返利有月返利、季度返利和年返利等。不但如此，苏宁电器还会向各个家电厂商收取管理费、入场费和品牌宣传费，并向顾客收取一些家电（比如空调）的安装费用等。苏宁电器这种商业模式表面上看起来并没有什么独特之处，其实质也就是我们通常所说的“赊销”方式，就是不掏钱，先做生意。但是，细细研究会发现，这种商业模式如果成功运作并达到一定的规模临界点时，将产生爆发性的力量。当苏宁电器只有3家连锁门店的时候，我们是很难发现其精妙之处的，但是当苏宁电器有30家连锁门店的时候，这种使用了无须支付利息的杠杆式经营就会显示巨大的作用—因为各个家电厂商可以明显地感受到与苏宁电器合作所带来的好处，于是，会将更多的优惠给苏宁电器，或许购销合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同中注明结算周期为一年都已经无所谓了，这是多大的优惠呀！

各个家电厂商给苏宁电器的最大优惠就是延长货款的结算周期，这将直接地表现为苏宁电器在财务运营上的便利。苏宁电器的商业模式最终表现在财务环节会有这样的作用："在终端零售的销售方式和赊购或授信额度的采购与结算方式下，公司由过去主要依赖银行短期信用转变为对厂家的应付账款，同时，终端零售的销售方式，使得公司在同等的销售规模情况下，只需要保持一个较低的存货水平。"（引自《苏宁电器招股说明书》）可见，在家电厂商给予的优惠前提下，苏宁电器不再需要向银行借款了，不需要支付任何利息费用了，可以轻松地享受家电厂商给予的无息贷款—应付账款。形象地说，苏宁电器就像是一个拥有无数信用卡的"资本大佬"，这些信用卡是由各个家电厂商签发的，他们不收取苏宁电器任何有关信用卡的费用，反而心甘情愿地为这些信用卡支付不菲的"被使用费"。

苏宁电器是如何玩转"类金融模式"的呢？我们可以通过统计并研究一些数据获得更深层次的认识（见表6-6、表6-7）。

表6-6　苏宁电器2004～2010年的资产负债率数据

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
57.8%	71.4%	63.7%	70.3%	57.9%	58.4%	57.1%

从表6-6来看，苏宁电器自2004年上市以来，资产负债的平均值为62.4%，这是一个明显使用了杠杆效应的负债率数据。苏宁电器的高负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

债率是否可怕呢？其实并不可怕，可怕的反而是其负债率的下降，如果苏宁电器的负债率低于50%了，我们反而要担心它的未来了。这是为什么呢？因为苏宁电器的较高负债率的现象并不是由银行融资造成的，而是由应付账款及应付票据（应该支付给家电厂商的货款及相关票据）造成的。

表6-7 苏宁电器2004～2010年间的应付账款、应付票据及流动负债的统计情况（元）

年度	应付账款	应付票据	流动负债	总负债
2004	668 223 455.24	244 000 000.00	1 186 158 781.85	1 186 158 781.85
2005	1 770 812 740.73	996 523 676.60	3 086 529 006.32	3 089 079 006.32
2006	1 905 222 083.77	3 182 959 450.79	5 636 216 504.21	5 639 729 281.43
2007	3 146 318 000	6 582 678 000	11 390 645 000	11 401 771 000
2008	3 633 327 000	7 096 536 000	12 478 565 000	12 506 207 000
2009	5 003 117 000	13 999 191 000	20 718 839 000	20 914 849 000
2010	6 839 024 000	14 277 320 000	24 534 348 000	25 061 991 000

通过简单的数据分析可以得知，苏宁电器在2004～2010年间，其应付票据与应付账款之和占据了流动负债的绝大部分，占比最低的年度为2004年，为76.9%，而占比最高的是2009年，为91.7%，占比的平均值高达86.6%（见图6-9）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

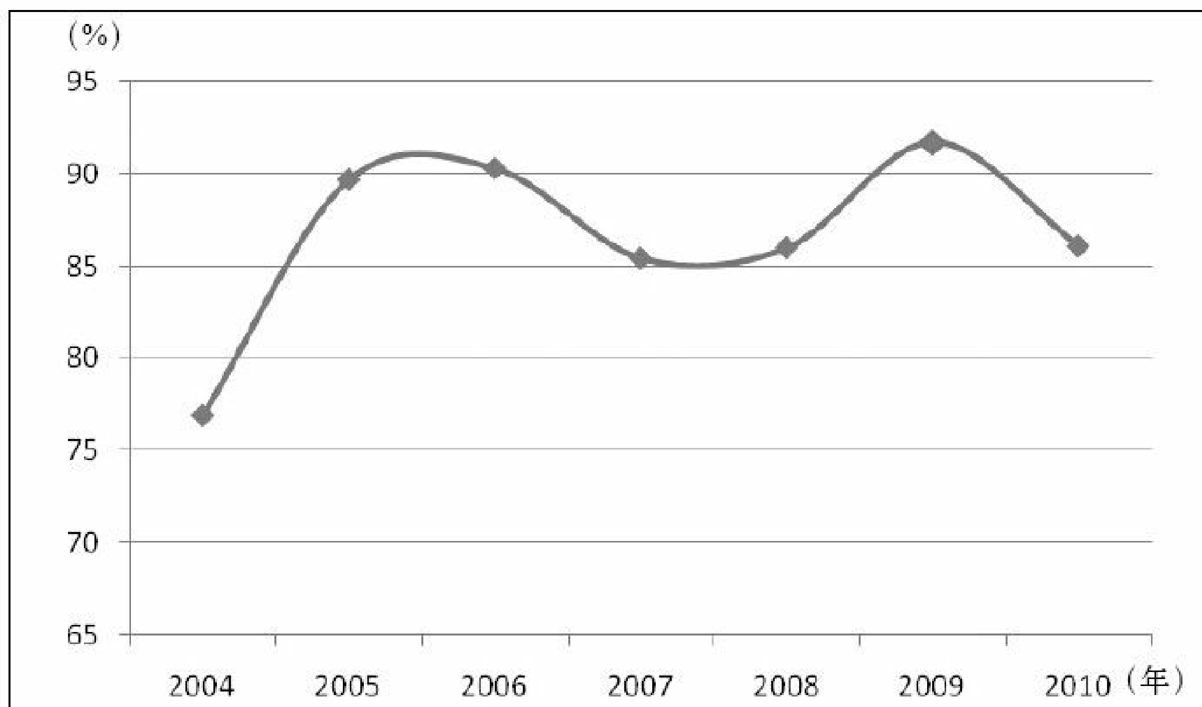


图 6-9 苏宁电器2004～2010年应付款及票据占流动负债之比

再通过简要的分析可知，在苏宁电器应付票据及应付账款占流动负债极高比例的同时，占总负债的比例也同样非常高，最低的为2004年，占比为76.9%，而最高的同样为2009年，占比为90.9%，平均值为86.1%，这些数据与占流动负债的比例数据非常接近，这也说明苏宁电器长期负债非常少，几乎可以忽略不计（见图6-10）。

可以说，苏宁电器绝大部分的负债都是由应付账款和应付票据构成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

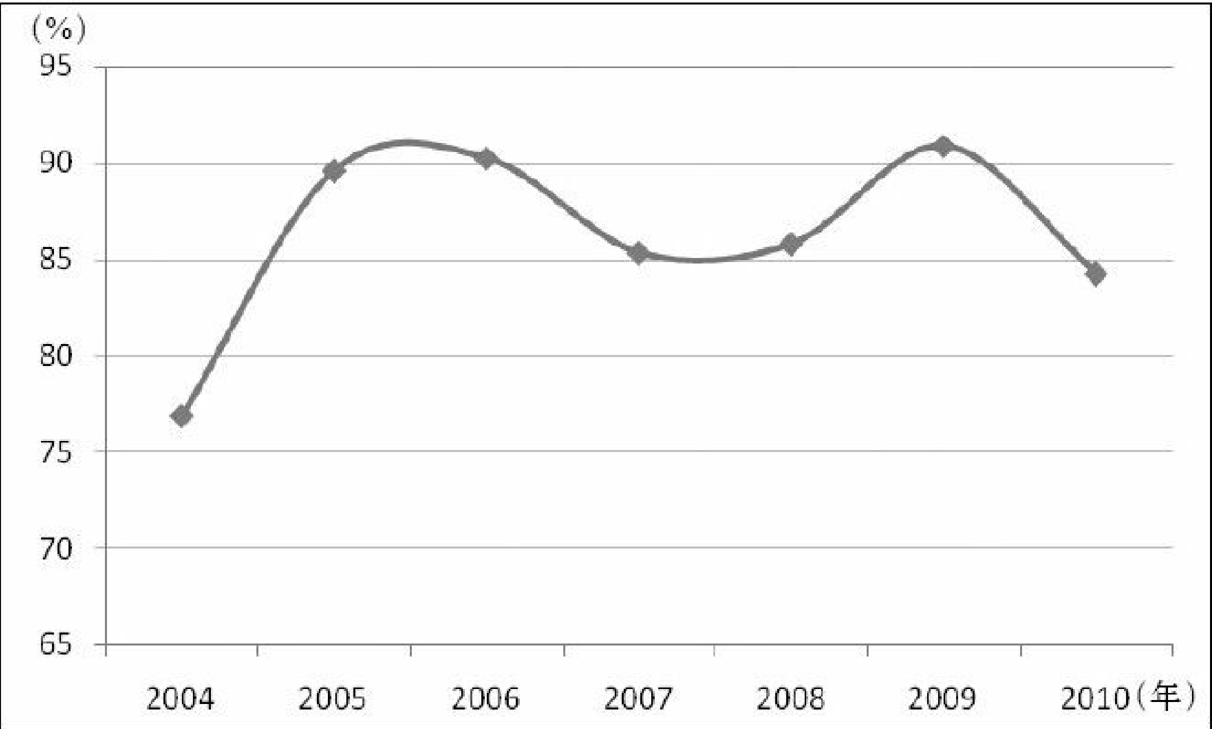


图 6-10 苏宁电器2004～2010年应付款及票据占总负债之比

然而，所有的这些应付账款和应付票据需要支付利息费用吗？不用的，这些都是占用家电厂商的款项，这一点我们既可以从苏宁电器的商业模式中得知，也可以从其多年来支付的利息数据中看出来（见表6-8）。

表6-8 苏宁电器2004～2010年利息支付数据 （单位：元）

年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
利息支付	1 770 189	3 349 959.12	13 163 000	15 324 000	16 598 000	1 500 000	1 483 000

通过数据分析我们可以知道，苏宁电器在2004～2010年间每年度支出的利息费用最高的年份2008年也仅为总负债额的0.13%，最低的2009年只有0.007%，平均值为0.11%；而同期的利息费用支出占流动负债的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比例数据也同样非常低，最高的为2006年度的0.23%，最低的为2010年度的0.006%，平均值为0.11%。所有这些数据都远远低于同期银行贷款利率及长期国债利率，因为苏宁电器的“负债”是无息的，它享受的是各大家电厂商给它的有很好的信用免息期的“信用卡额度”。

可以占用大量免费的资金用以扩张，这似乎比银行还要好一些，银行还需要支付存款利息。有如此商业模式优势的企业，取得成功是不足为奇的，不得不说，苏宁电器是这个时代的幸运儿，也是“类金融模式”的幸运儿。

当然，苏宁电器的未来会怎么样，这不是我们这里要讨论的问题。我们要在这里知道的是，苏宁电器取得了极大的成功，而这种成功很大程度上得益于其“类金融模式”，可见一种成功的商业模式足可以决定一家企业的兴衰成败，这几乎无须再做论述了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第七章　大牛股或许就在家门口

舍近求远或者“舍熟取生”都是不少投资者容易犯的错误。总以为远在天边的更美好，总以为自己不熟悉的或许更有魅力。这是人的天性使然，距离产生美。然而，对于理性投资者来说，从自己最熟悉的入手、坚守最熟悉的或许更重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从身边熟悉的上市公司开始着手

前面所述的企业各种竞争优势模型，是我们分析上市公司的一个重要基础。如果在我们的思维里能够灵活运用这些竞争优势模型，将非常有利于我们对单个企业展开深入的分析。对于个人投资者而言，定性分析通常多于定量分析，因为大部分个人投资者无法完全掌握各种定量分析决策模型。其实，这并不会太多地影响我们所做的投资能获得的回报，我们认为，一家企业的价值通常不是可以准确估算的，宁要模糊的准确，不要精确的错误。

对于个人投资者来说，若想取得成功的投资，从身边熟悉的企业开始着手研究是一个较好的方法，研究中结合前面所述的各种竞争优势模型，将会发现那是一件有趣的事情。

也许你正好在一家软件上市公司工作，你每天都忙碌着，你的薪水不断地增加，因为你的上司告诉你，公司现在的业务在节节攀升，而股价也在快速上涨中。这时候，你是否考虑过购买自家公司的股票呢？

或者你正好在一家服装上市公司上班，你每天也是忙碌着，可是你的薪水几年都没涨过了，你感觉非常的压抑，身边的同事换了一拨又一拨，你也考虑过离开。可是，这时上司找你谈话，告诉你公司快有突破了，因为启用了新的商业模式—品牌加盟与网络直销并行，同时剥离所有的生产工厂。你的上司告诉你，这是董事会最近在推进的事情。听到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些，你是否有所心动而开始关注自家公司的股票呢？

又或者你经常使用一种消费品如云南白药牙膏，你发现这是一种神奇的牙膏，因为它快速地消除了你牙龈出血的顽固病症。或许偶尔的几次，你也尝试着换另一种牙膏刷牙，但是你很快就发现，太失败了，牙龈又开始出血了。这样，你又回到使用云南白药牙膏的正常状态中去了。这时候，你有没有去想想看，云南白药牙膏是什么公司生产的？这是一家上市公司吗？如果是，你准备打开这家公司的年报尝试着阅读一下吗？

人类有一个普遍的心理趋向—好奇，对于并不为自己所了解的东西，有天性的寻求趋向。这或许是导致许许多多的投资者错过身边的大牛股的重要原因。就像许多的男人总是觉得野花香，而家里的妻子则是明日黄花一样—男人们普遍有这种潜意识存在，事实上是一种极大的偏见，只是不少的男人因为“身在此山中，不识庐山真面目”罢了。当男人们因为好奇而追寻“野花”导致妻离子散后，他们猛然间回头一看，才发现：其实野花并不香，而妻子的香醇却久久萦绕不去。许许多多的投资者不是没有认识到身边的企业的价值，而是往往因为太过熟悉反而出现不必要的质疑，这样只能错过。正如许多人总是会不经意间伤害自己最亲最爱的人，对普通朋友甚至陌生人反而能够保持以礼相待，这是为什么呢？因为过分苛求！当最亲最爱的人为你默默地付出时，你认为那是理所当然，当最亲最爱的人偶尔给你带来点烦恼时，你认为那是最不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

宽恕的，你以为你是谁呀？你以为你最亲最爱的人是你的什么呀？好好思考这个问题吧，这是一个关乎投资，更是关乎个人生活幸福的极重要的问题。

医生应该是最了解药品的一群人了，但是医生的投资水平往往很低（至少从我所接触到的医生来看是这样），他们身边的大牛股很多，如云南白药、双鹭药业、国药股份等，但是有多少医生进行了大量的股票投资却没有投资医药股票的呢？为什么他们中的大部分人对自己所熟悉的产品和机会视而不见呢？这是人类心理学中的怪圈。很多医生就是买了大量的IT企业的股票，偏偏却没有买哪怕100股医药股。

或许，当人们可以很自然地停留在自己所熟悉的企业基本面上的时候，人们就有机会越来越接近成功的投资，这是一个永恒不变的法则。从看到本书时，彻底地抛弃你的那些“花花肠子”吧，好好地用心，去爱你身边的每一个人，去研究你身边的每一家企业，你会获得意想不到的幸福，那是真正属于你的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

探寻不为众人所知的上市公司

对于已经熟悉投资基本常识的并且有较多实战经验的个人投资者而言，选择那些不被大众所广泛关注的企业也不失为一种较好的方法。这种方法比较“另类”，需要投资者本人具备较扎实的投资功底方可操作，否则，不宜尝试。不少世界知名的投资大师都有一个偏好：喜欢冷门股。他们喜欢研究那些根本没有人关注的企业股票。如卡雷特，就是这样的一个典型，他喜欢那些非常保守，非常简单，却又是非常让人不注意的股票，他认为那是隐藏了价值的所在。事实上，冷门股确实有被低估的逻辑存在，因为人们都不怎么关心某些企业的股票，这自然会形成交易价格上的低迷状态，而有时候，有些被大众所忽视的企业，却蕴藏着勃勃生机，其内在价值可能被严重低估。

在一些“死气沉沉”的行业里，有些企业根本无人关注，这些企业的内在价值有可能被严重低估。当然，要正确地做出这个判断，并不是那么容易的一件事。所以，冷门股的研究仅限于那些具备较好的投资功底的投资者，对于初入门的投资者，我们不建议从冷门股开始。如果我们连一份年报都无法顺利地读完，或者还停留在一知半解的水平，那么我们就早点放弃冷门股吧，并不是每一只冷门股都可能被低估，应该说，市场是给予了大部分的冷门股合理估值的，只有少部分是被真正低估的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之所以重复强调初学投资的投资者不宜开始便研究冷门股，是因为要真正把握冷门股需要具备足够的投资功底，否则会使投资者误入歧途，毕竟大部分的优秀企业都并不是排列在冷门股行列里。

何为冷门股呢？冷门股有哪些可以初步判断的标准吗？通常来说，冷门股一般符合以下条件。

第一，冷门股所处的行业，整体性的市盈率都处于一个相对大盘而言都要低的估值水平。比如，A股里的银行股在2010年10月的平均市盈率远远低于上证指数平均市盈率。这种情况下，我们有理由认为，这个时候的所有银行股，都可能是某种意义上的冷门股，这是行业被整体性低估而形成的冷门股，这种现象在资本市场中很常见。

第二，当某个行业的估值与大盘的整体估值水平接近时，这个行业里的某些个股的估值却明显低于大盘的平均估值水平。那么，这时候，我们也有理由认为，这些少数的个股有可能是价值被低估的冷门股。但是，这种情况对于投资者来说，更难把握，需要有扎实的投资分析功底。

第三，当某些行业的估值整体上的市盈率都明显高于大盘的平均市盈率水平时，这个行业里的某些个股却出现非常明显的估值低于大盘平均水平的现象，这个情况比较少见，但也存在。那么，我们也有理由认为，这些极少数企业的股票，也有可能是价值被低估的冷门股，只是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

把握这种冷门股的难度会比前两种情况更难。

事实上，因为经济周期的原因，任何行业都存在一定的周期性，只是周期性强弱的差异罢了。经济周期性会经常使一些行业整体性在热门与冷门之间转换，有些行业整体性会在某个时间阶段表现得“火热”，而又在某些时间阶段表现得“冷若冰霜”。这些行业，表现得比较明显的有金融、地产、化工等；有些行业，冷与热的转换没有那么明显，波动性较弱，这些行业有医药、快速消费、重型机械装备等。

鉴于行业的冷热转换现象，我们如果有能力把握一个行业的低谷与高峰，将有机会取得超过市场平均水平的投资回报，这也是冷门股存在重要投资价值的一个重要理由之一，这是由行业的周期性造成的。而个别特殊企业的被冷遇，则是更为复杂的现象，也不是可以一概而论的现象，基本上没有固定的规律可循。

最后举一个特殊的冷门股强生控股，以加强我们对冷门股的认识和判断。强生控股的主业为出租车运营、汽车租赁、汽车修理等，是一家传统得几乎不能再传统的企业。但是，在2010年10月，上证指数只有2400点左右，且平均市盈率只有大约15倍的时候，强生控股的市盈率为33倍左右。与此同时，几乎没有研究机构对强生控股做出评级研究，关注度很弱。两种极不协调的现象同时出现在强生控股身上：一是市盈率估值明显高于大盘平均估值水平，而且明显高出其他交通运输企业的市盈率水平（很多交通运输企业的股票市盈率都在15倍左右）；二是受关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

注度很弱。按常理，对于受关注度很弱的企业而言，通常估值会比较低，但强生控股却反其道而行之，究竟是什么原因呢？强生控股高高在上的市盈率估值水平意味着什么呢？我们是不是可以认为，所有的冷门股都是被低估的呢？强生控股是个特殊的案例吗？显然，我们若要回答心中的疑问，就必须全面深入地去研究它，否则，永远没有正确的答案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

选择"德才兼备"型上市公司

评估一家企业，和评估一个人有颇多的相似之处。我们评估人时，通常都会以"德才兼备"来衡量。德即是品德，一个人即使有非常高的才华，如果德行很差，那么，他可能会通过其才华获得成功，但是这种成功会在很大程度上损害别人的利益，对社会也无益处，踩着别人的尸体而获得成功，我们通常难以接受，因为每个人心里都有道德衡量标准，这种道德衡量反过来也会推动那些取财无道者的迅速衰败。才即是才华，是一种能力，一个人即便非常有德行，如果不具备好的能力，也难以在事业上取得非常大的成就。当然，我们这里所说的成就，是投资者视野里应有的成就，即创造财富的多少。有德无才的人，他可以有极好的名声，但也许并不能创造很大的财富。

就投资角度来看，如果我们把人看成是一只股票，那么，最好的股票毫无疑问是"德才兼备"式的。有些企业是很有"德"的，可能表现为：对股东挺大方的，每年都分红派利，而且股利率不低，同时，每年还会固定地向社会捐赠一定的金额，而且积极提倡环保，减少碳排放量，挺有社会责任感。然而，这些企业却可能是连续多年利润都没有增长了，有些年度利润还是下降的。这就让投资者有点不耐烦了，没有增长，年年到头如此，这不是浪费资源吗？所以，从投资的角度看，这些企业不是最好的投资对象。当然，我们这样判断是排除估值因素的，如果这些企业的估值极具优势，那么，又另当别论了。有些企业是很"才"的，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们每年都能创造极大的利润，而且也可能表现为已经连续多年都实现了利润的增长。但是，这些企业很没“德行”。可能表现为：尽管每年都创造大量的利润，但极少向股东派发红利，却经常做些“增发、发债”之类的事情，同时，也没见这些企业向社会捐赠。更可恶的是，这些企业的生产活动，严重地损害了自然环境，许多的排污都没有达到环保的要求，高能耗的特征非常明显。从投资者的角度来看，这些企业也同样不是完美的投资对象。这些企业相对于那些“有德无才”的企业来说，更加没有投资价值，除非它们发生根本性的转变，否则它们就是投资者的“负累”，对于股东、社会均不具备好的责任感，这样的企业显然是不会持续发展下去的，持续性存在都受到质疑的情况下，还有何长期投资价值可言？我们要寻找的企业，应当是“德才兼备”式的，这种企业并不多，但最值得珍惜，最值得投资。对于投资者来说，长期投资于一家“德才兼备”式的企业，是一种善举。因为，这种“德才兼备”式的企业对股东、对社会、对环境都是友好的，我们的资金交给这样的企业，让这样的企业不断地发展壮大，将很好地实现资源的优化配置，是一种实实在在的福祉。所以，从某种意义上说，当我们发现了“德才兼备”的企业时，我们应当长期地投资，好好地珍惜，好好地增厚我们的福祉，而不是半道而废。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂 上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第八章　执行“德才兼备”定性评估原则

理性投资者应当在上市公司的分析中严格执行“德才兼备”的定性评估原则，要通过对其业务流程、盈利能力、生命周期及所处行业的经济特质进行全面的分析，得出是否符合“德才兼备”的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对上市公司进行“鉴德”

中国古代对人的品鉴是非常注重外表的，也由此而形成了诸多的“相术”，著名的有易经、“麻衣相术”等，有唯心的成分，也有科学的成分，俗话说，相由心生，是有一定的科学依据的。但是，这些对人的“相术”很难迁移到对企业的鉴别层面来。对于现代股份制企业的鉴别有其特定的“套路”，我们应当尽可能地积累各种各样的鉴别企业的思想和方法，才能变得更有投资智慧。

什么样的企业才可以算得上是有德行的呢？这或许没有好的标准，那么，就让我们先看看什么是没有德行的企业吧，当我们了解了足够多的没有德行的企业后，我们就知道，有德行的企业该会是什么样子的。

在我们国家的企业里，曾出现了不少的无德行的企业现象，如三聚氰胺、瘦肉精、地沟油等，涉及这些食品质量问题的企业，如果仅仅是意料之外的失控尚有情可原，如果是一种常态，何言有德行呢？如果一家企业生产的产品或提供的服务都不能保证人们的生命安全，这样的企业有何根基立于市场中？更何谈对投资者带来持续的回报？那些不注重自身产品质量及价值的企业，是没有德行的企业，是不合格企业。这样的企业，在某种意义上已经丧失了最根本的存在价值。没有善念的企业，注定不会长久，无论对股东、社会来说，它们都是毒瘤，必须除之。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于投资者来说，无德行的企业具体有以下表现。

第一，无德行的企业通常会言行不一致，有些企业管理层常常“大言不惭”，说什么业绩会达到多少，增长率会达到多少，什么实施新的战略规划等。可是，细心检查他们的所作所为时，却会发现，其实他们都是在“忽悠”股东，提出的业绩目标常常不能实现、战略规划也都常常是有头无尾的结局，或许他们会给出某种解释，诸如“市场已经产生变化”等。然而，多次的这种解释，股东们还能相信他们吗？这种管理层是务虚的，他们所领导的企业也将会是无德行的。

第二，无德行的企业通常不为广大股东谋利，却常常为自己牟私利。这种企业在资本市场的集中表现便是关联交易、各种形式的利益输送。例如，有些企业的管理层常常对外做各种各样的投资活动，不了解真情的投资者还以为他们挺积极为股东谋福利的，哪曾想，原来那竟然是个骗子式的管理团队，他们拿着股东的钱到处做所谓的投资，其实质是通过投资的方式将利益输送给了他们自己，因为他们做的大量的所谓投资，都有各种各样的失败的理由，有些明眼人一看就知道是亏本的生意，他们照样大手笔“烧钱”。可是，当有些投资做得挺成功的时候，股东们却无奈地发现，这些非常成功的投资成果却又准备拱手让人了。这种无德行的企业在A股市场并不鲜见，我们在此就不具体举例了。

第三，有些无德行的企业常常会无缘无故向股东伸手要钱，做各种各样的“增发”，或者发行各种各样的“配股”、“可转债”等。这些企业实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现财富增长的唯一手段就是不断地“圈钱”，然后资产规模扩大，接着又不断“圈钱”。我们不否定在资本市场的那些合理的融资活动，毕竟资本市场的其中一个重大功能就是融资。然而，如果一家企业在每次融资后，都未能达到业绩目标，反而变本加厉地再次进行融资，那么，对于股东来说，这将是价值的极大损毁，是不可宽恕的行为。

第四，有些无德行的企业，常常会弄出一些莫名其妙的“股权激励”方案。比如，明明其历史经营状况都相当不错，而且也无迹象表明接下来的时间里，企业会有糟糕的表现，但是，管理层却制定了与当前企业的盈利水平毫无激励性可言的管理层“期权”方案，还大张旗鼓地提交到股东大会来审议。这不是激励方案，其实是管理层变相地向股东们伸手要钱，这些方案意味着，只要管理层维持目前的状态甚至表现得更差一点，他们也仍旧可以享受“期权”的好处，而“期权”是有成本的，它摊薄的是股东们的利益。

第五，有些企业的管理层，除了在日常的经营过程中为自己牟利外，还积极地考虑一件让股东更为害怕的事—做假账。通过笔杆子把数字改动一下的威力是要大过用枪顶着股东脑袋的。假账是令股东们深恶痛绝的东西，可是，常常有管理层却为做出漂亮的假账而不辞辛劳。为什么不少企业的管理层喜欢做假账呢？做假账的动力在哪儿？这些都值得我们去探寻。其实，使管理层做假账的动力有很多，例如，业绩达不到“股权激励”的目标的时候，管理层手中有大量公司股票需要高价卖出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的时候，管理层正在筹划再融资（比如配股或增发）的时候，等等，诸如此类的时候，管理层都有动力做假账，有些假账是合法的利润调整，有些假账是公然地制造虚假利润。做假账有两种方向，第一种方向是向上做假账，把利润抬高；第二种方向是向下做假账，把利润压低。第一种我们比较好理解，第二种却是为何呢？难道是管理层比较“谦虚、低调”的表现？当然不是，而是管理更加“老谋深算”的表现。有些管理层之所以刻意压低某些年度的利润水平，同样是有目的的，或者为避税，或者是因为管理层自身想要大量增持公司股票而准备，或者为收购方的并购利益而准备，等等。识别假账是专业性非常强的工作，一般这种工作是交给财会审计人员来做的，对于普通的个人投资者而言，要准确无误地识别假账，难度相当大。正是因为如此，所以，假账对投资者的危害是非常大的，这种无德行的企业，是用数字游戏来“忽悠”投资者的，他们比公然的抢劫犯更为可怕。从某种意义上说，投资者必须时刻锻炼自己识别假账的“火眼金睛”，有理由养成习惯质疑任何一份财务报表。

第六，有些无德行的企业表现为长年累月不向股东派发红利，同时却拿着越来越多的资金对外做着各种各样并不能产生“1+1＞2”效果的收购，他们的用意何在，有时候真是无法完全弄明白。对于长期没有派发红利的企业来说，我们并不是“一棒子打死”，如果一家企业可以将留存收益投入到更有利于股东的去处并且一再地表现出良好的业绩，那么，我们对这种长期没有派发红利的企业反而是持肯定态度的。如果留存在企业里的每一元钱每年都能产生超过20%的收益，我们真没有什么理由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

让企业把这些留存收益派发红利给股东。然而，事实上非常少有这样的企业，大部分企业都是平庸的，他们没有派发红利都会有各种各样的借口，而过后我们才发现，那完全是谎言。

以上6种无德行企业的表现并不足以包括所有的无德行现象，但已经足以让我们知道了何为无德行，以上现象的反向便是有德行。对于股东来说，无德行的企业集中表现为对股东的无回报、欺骗，是寄生虫，而非现金奶牛。我们要寻找的是那种吃进的是草挤出来的是奶的现金奶牛型的有德行的企业，有德行的企业注定会长久持续发展，而无德行的企业，虽然可能在短期内（在人们还未彻底看透其真面目之前）存在与发展，但终究是邪不胜正，是要消亡的。

另一种更为重要的企业无德行的表现是不注重环境（包括自然环境和社会环境）的友好性。从更高视野来看，在未来的商业生态系统中，企业的角色会越来越强调对环境的友好性，如果一家企业不能正视其对环境造成的影响，将会越来越没有生存空间，这在美国的保罗·霍肯的著作《商业生态学：可持续发展的宣言》中有足够远见、智慧的观点，值得所有的企业家们及投资界的机构和个人关注。如果我们的商业生态系统获得重新设计的机会，或许我们现有的企业形态都将面临重大转变，而无德行的企业则可能在这个过程中加速消亡，这绝非危言耸听。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

学会评估上市公司的赚钱能力

这里所强调的企业之才，都是基于有德行的企业的。对于没有德行的企业，任何出色的才都是不足为道的。

对于股东来说，企业最大的“才”莫过于创造财富的能力。然而，如何衡量企业创造财富的能力呢？这是问题的关键。为了更好地理解企业创造财富的能力，我们先来理解个人创造财富的能力。比如，有个民间借贷高手K，他每年能让手头上的资金产生30%的利息收入，他手头上的资金是不断地被追加的，因为他的圈子里的朋友看到他放贷的能力特别强，所以越来越喜欢给他越来越多的资金。假如K手头上原有资金为1 000万元，后来越来越大，滚动式发展到1亿元的规模。但是，他仍然能为所有的资金获得30%利息收入的能力。我们认为他创造财富的能力如何呢？一句话：具备非常强大的创造财富的能力。当然，我们这里所说的情况是在合法条件下的，如果K所做的是违法的事情，那不在我们的讨论范围之内。

为什么我们仅仅凭K的可以每年获得所有资金30%的利息收入就判断他有超强的创造财富的能力呢？30%是个不寻常的数字，它意味着只要有100万元的投入，每年即可以产生30万元的收益，而且如果30万元的收益不作为利息返回，则相当于在下一年度投入了130万元，按30%的利率水平，下一年的收益是：130×30%=39万元。如果我们在10年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时间里，都没有把交给K的100万元取回来，也没有在任何一个年度收取利息收入，那么，我们投入的100万元10年后会是多少呢？这其实就是复利计算，可以用本书前面介绍的power方法计算出来：1 378万元。

K的30%这个数字在财务分析上的叫法是：股权收益率（ROE）。它的计算方法很简单：ROE等于净利润除以净资产。ROE是个综合性很强的盈利能力指标，是杜邦财务分析体系中的一个终极性的核心数据，企业一系列的财务表现都可以归结到ROE的表现上来。当然，我们这里所说的ROE是指没有造假的，是高质量的ROE，如果那些高高在上的ROE是由无德行的企业管理层拿着笔杆子炮制出来的，那么，无疑将引导我们误入歧途。

ROE可以在很大程度上反映企业创造财富的能力，理论上，越高的ROE代表越强的创造财富的能力。一般来说，我们认为有“才”企业的ROE至少是超过15%的，而且是连续多年的记录。

为什么要ROE至少不低于15%才代表有较好的财富创造能力呢？我们可以考虑一个重要的因素：折现。我们投入给民间高利贷高手K的100万元，按30%的ROE计算，理论上是可以在10年后增值到1 378万元—这是没有折现的数值。如果我们对这笔投入进行折现，情况又完全不一样了（见表8-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表8-1 投入给K的100万元的收益情况（终值、折现值） （单位：万元）

期数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
终值	130	169	219.7	285.61	371.293	482.680 9	627.485 2	815.730 7	1 060.45	1378.585
折现值	118.181 8	139.669 4	165.063 9	195.075 5	230.543 7	272.460 8	321.999 1	380.544 4	449.734 3	531.5042

表中的折现值是当折现率取10%的数值，我们可以看到，第10年的时候，终值为1 378.585万元，但是其对应的现值只有531.504 2万元，两者明显相差非常大。

我们把投入K的100万元的收益情况绘成曲线图，通过终值与折现值的趋势对比，我们可以发现更有意义的现象（见图8-1）。

从图中，我们能够非常清楚地看到，我们投入到K手中的100万元，以他超强的创造财富的能力，第10年的时候，终值虽然很大，但是折现值却让人有些沮丧了。

折现是什么？简单来说，因为存在社会平均资本成本、通货膨胀的原因，未来的钱总是不如现在的钱，我们需要把未来的钱折算回到与现在的购买力相当的水平。通常，我们在日常生活中也感受到折现的现象—我们经常会发现今年的100元到明年或许就只能值90元了，因为同样买一样东西，今年可以100元买到，但是明年却要付出110元了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

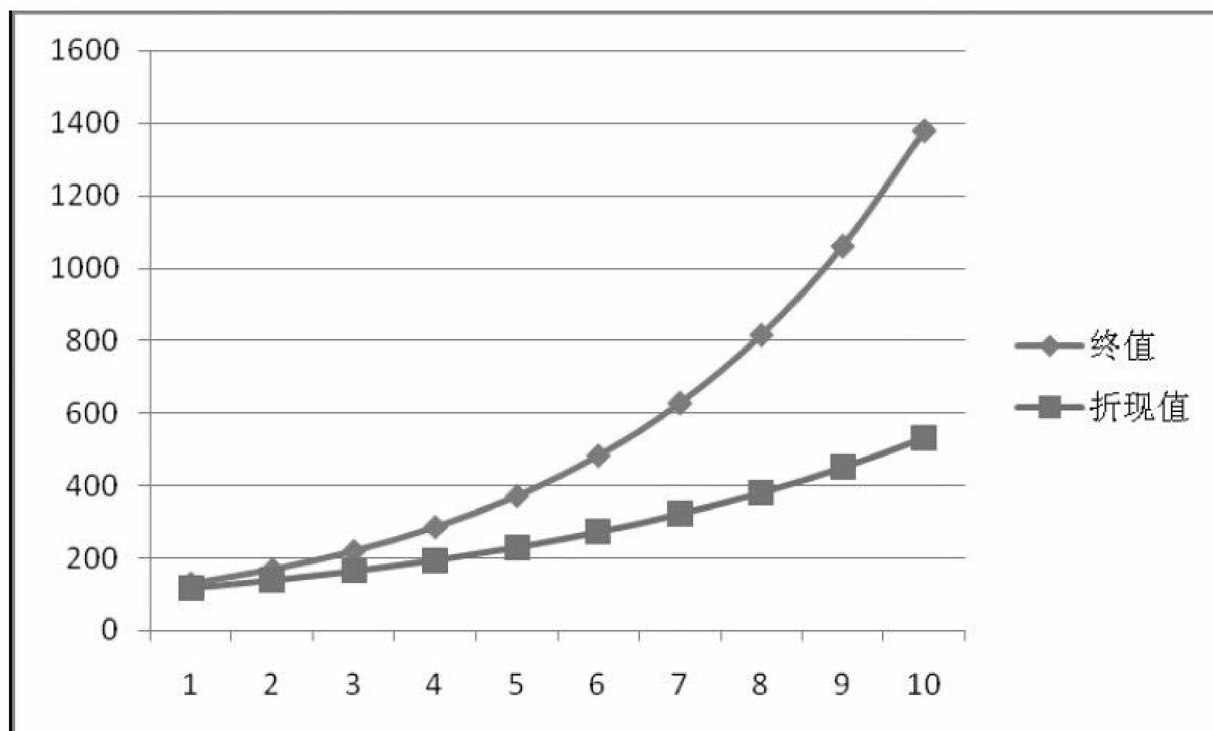


图 8-1 投入K手里的100万元所带来的投资回报的终值与折现值曲线

考虑到折现的问题后，我们会发现，如果ROE低于15%时，带给投资者的真实回报率（折现后）是相当低的。我们同样以投入K的100万元为例，如果K的借贷能力并没有那么强大，只能做到每年15%的利息收入，相当于ROE为15%，那么，带给我们的真实投资回报情况会是怎么样的呢？

表8-2中的终值数据是当K只以15%的利息收入水平进行借贷时，我们投入100万元的收益情况。在第10年，在同样取10%的折现率情况下，我们发现，终值与折现值都变得与30%利息收入水平时相差巨大，终值与折现值都只有30%利息水平时的29.3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表8-2　投入给K的100万元的收益情况（终值、折现值）　　（单位：万元）

期数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
终值	115	132.25	152.087 5	174.900 6	201.135 7	231.306 1	266.002	305.902 3	351.787 6	404.5558
折现值	104.545 5	109.297 5	114.265 6	119.459 5	124.889 5	130.566 3	136.501 1	142.705 7	149.192 3	155.9738

如果我们把利息收入只有15%时的收益情况绘成曲线，会发现是终值曲线还能明显上升，而折现值曲线却只能缓慢爬升了（见图8-2）。

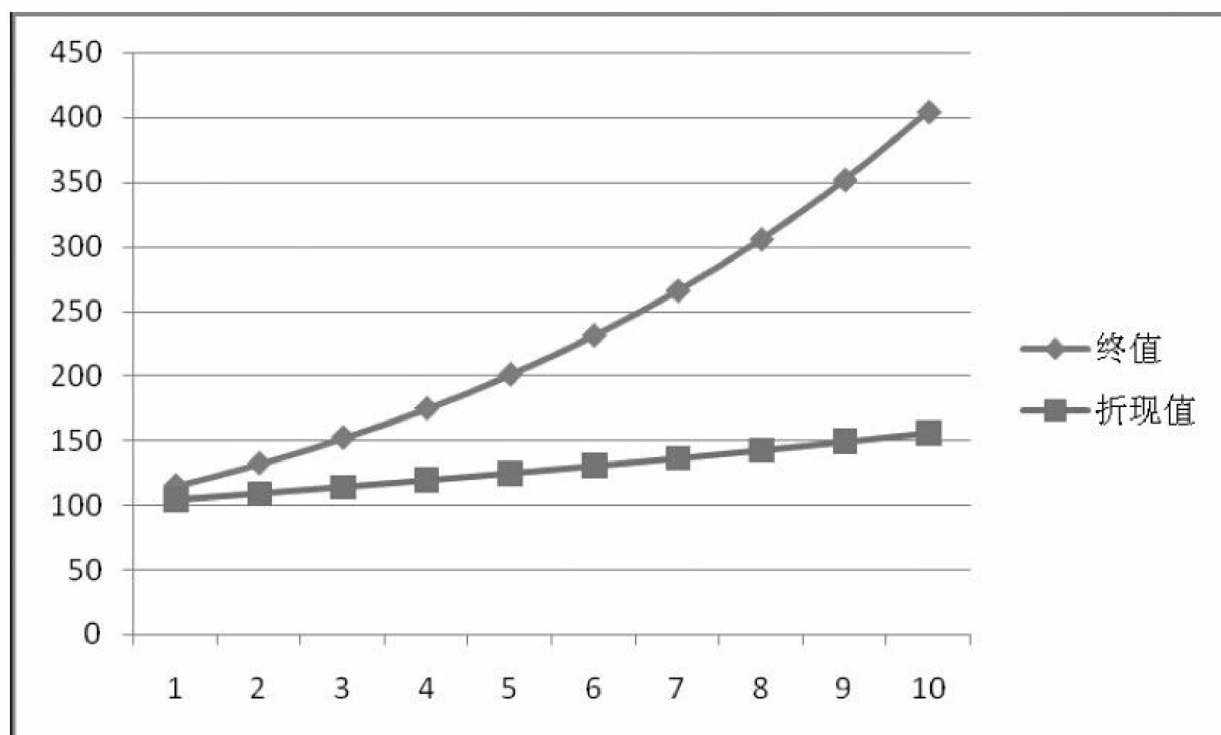


图　8-2　ROE为15%时投入K手里的100万元所获得的投资回报终值及折现值曲线

从图中我们可以看到，终值曲线还有明显的“诱惑力”，但是，折现值曲线却明显没有吸引力了。

如果我们再次降低K的创造财富的能力，把他放贷的利息水平即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ROE降到9%。你也许会大喊大叫起来了，这也是高利贷吗？不要惊慌，我们只是做个比方。

在K的利息水平即ROE降低至9%后，在同样取10%的折现率后，我们惊讶地发现，原来，投入给K的100万元，10年后不但没有增加，反而变得更少了。

从图8-3中可以明显看到，终值仍旧是上升的，但折现值已经是呈下降的趋势。

可见，当K的利息水平有15%时，我们的100万元在他手里还是会越变越多的，但是，如果K的利息水平只有9%时，我们的100万元在他手里是越变越少的，时间越长，会损失得越多。

之所以在上面如此详尽地计算当我们投入给民间借贷高手K的100万元的收益情况，目的只有一个，即让我们真正地认识到ROE的重要性。当ROE偏低，尤其是低于折现率时，理论上是没有投资价值的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

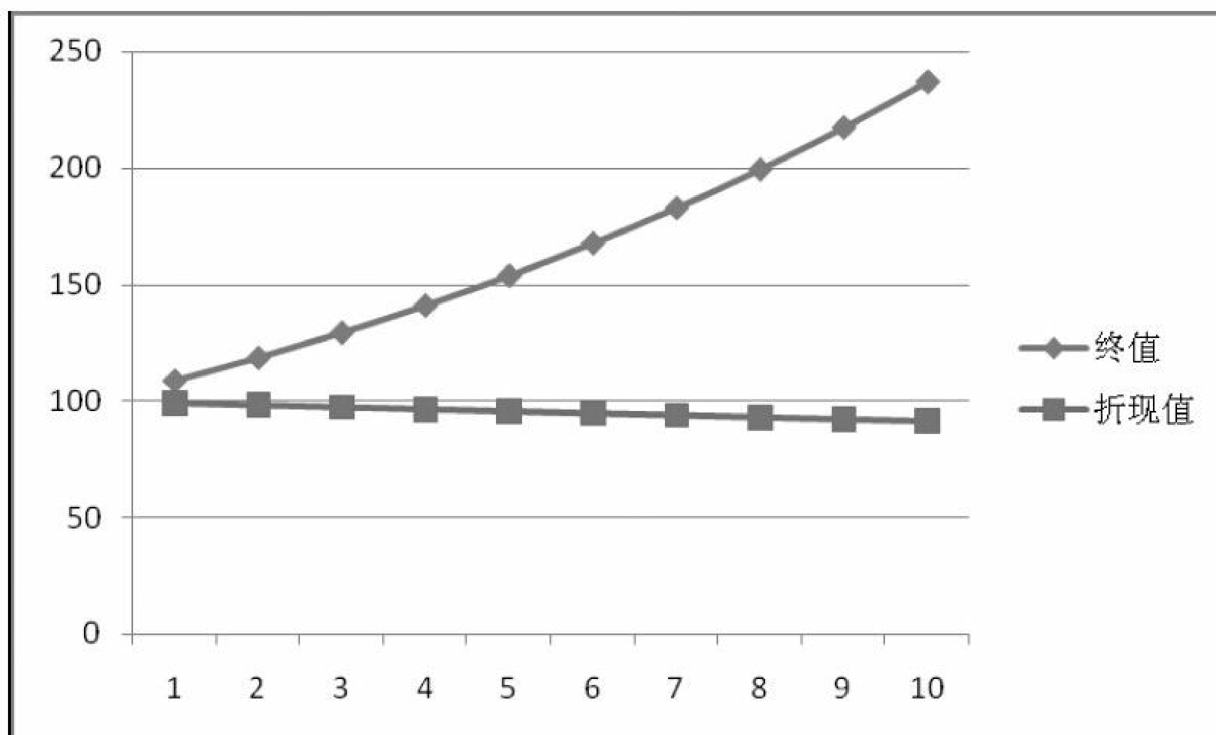


图 8-3 ROE为9%时投入K手里的100万元所获得的投资回报终值及折现值曲线

然而，是不是所有当ROE低于折现率时，都是意味着没有良好的财富创造能力并且也无投资价值呢？不尽然。在这里，我们还需要探讨另一个因素，那就是企业成长的问题。

这里所说的企业成长有两种情况：第一种是ROE本身的增长预期情况；第二种是净利润的增长情况。

第一种增长情况是这样的：如果一家企业的ROE前年为7%，去年为8%，而今年为9%，历史值表明这家企业的ROE处于上升的趋势中。那么，这种情况下的相对低ROE并不能说明这家企业是没有强大的财富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

创造能力的，也不能说明它没有投资价值，因为这和企业的发展阶段有关系，企业这时候存在未来得到不断改观的预期。这时候，我们不能仅仅依靠ROE的历史或当前数值对这家企业的财富创造能力及投资价值做出判断，而应该根据更多的非财务数据做相应的分析，或者，要么错过了一只大牛股，要么买了一只实质仍旧是平庸的股票。

所以，提醒读者朋友们特别留意这种情况下的企业，因为当ROE处于上升通道中时，理论上是意味着企业正处于绩效提升的时候，那是一条对投资者非常有吸引力的增长曲线。假如我们投入这家企业100万元，第1年将变为100×（1+7%）=107万元，ROE只有7%，看起来没什么大不了的，可是依此类推下去，却是相当吓人的趋势。

表8-3是我们投入的100万元在ROE快速上升的条件下，理论意义上的利润变化数据。

表8-3　ROE不断增长情况下的投资回报

期数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ROE	7%	12%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
净利润	107	119.84	137.816	165.379 2	206.724	268.741 2	362.800 62	507.920 87	736.485 26	1 104.7279

请看我们绘制的这种情况下的利润增长曲线（见图8-4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

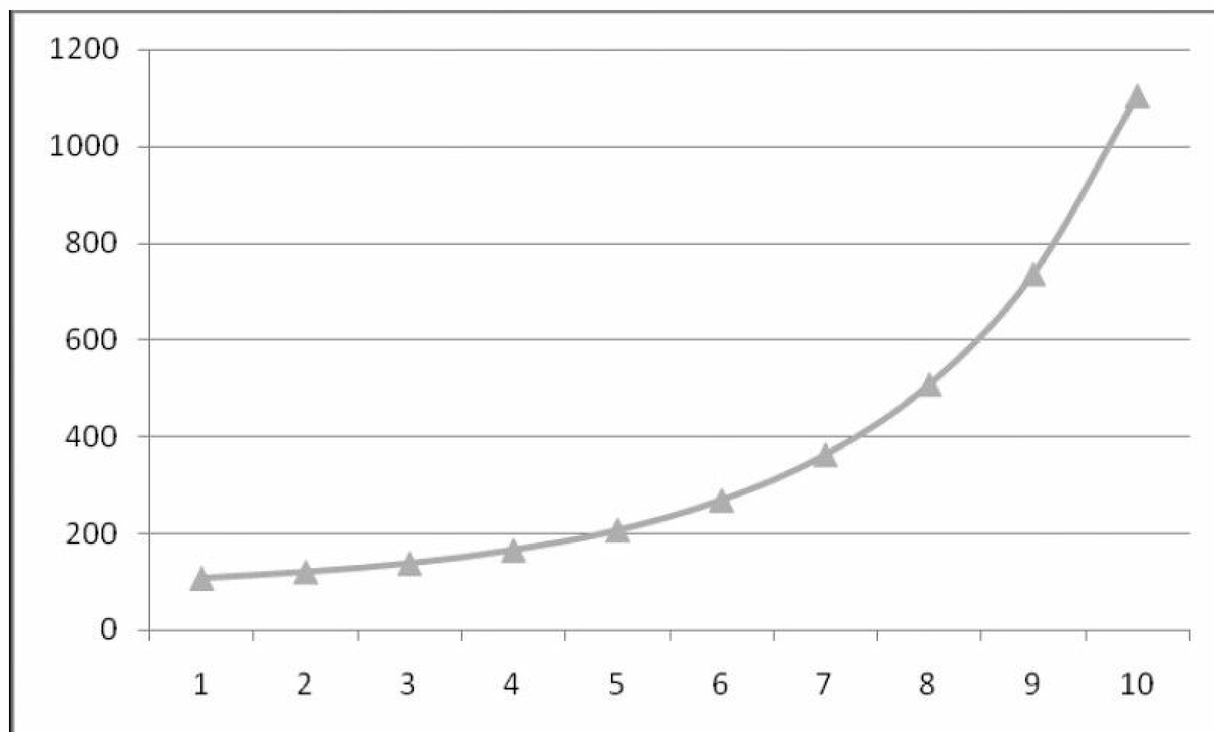


图 8-4 ROE不断增长情况下的投资回报曲线

这是一条先缓慢增长，而后增长越来越快的曲线，对于投资者来说，意味着有可能在企业并未完全表现出强大财富创造能力时以低价买入它的股票，而后享受非同一般的增长。

第二种增长情况是这样的：如果一家企业连续多年的ROE都只有12%的水平，但是其同期利润的增长率却连续达到50%，这是否代表这家企业也具有同样强大的财富创造能力呢？有没有这种情况存在呢？是存在这种情况，但是，这种情况下的利润高速增长仍旧不能掩盖企业并不优秀的本质。我们知道，ROE是净利润与净资产的比值，分子是净利润，分母是净资产（股东权益），当ROE确定时，如果收益增长50%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

则意味着净资产也要增长50%。然而，如果ROE只有12%，则意味着理论上的长期复合增长率只有12%，而相应的净资产也只能有增长12%的水平（除非企业对外进行股权融资），并由此导致净利润也只能增长12%。那么，我们所设想的在维持ROE为12%的条件下，实现50%的利润增长又是如何实现的呢？这仿佛是一个不合常理的不成立的命题。但是，事实上在企业的实际经营中，这样的现象是会存在的，而且有一些普遍性，这尤其表现在一些金融企业中。我们经常可以看到一些金融企业做一些股权融资，不断地通过增发股票，将净资产（股东权益）不断地扩大，当然，相应地，增发股票后，其净利润规模也随之扩大了。如果增发股票导致的净资产（股东权益）扩大和净利润的扩大处在同样的水平线上，那么，这时候的ROE仍将能维持在增发股票前的水平上。

然而，这样做有什么好处呢？能真正给股东带来什么呢？

我们仍以K为例。如果我们投入K手里的100万元并不仅是短期投入，而是以入股的方式投入的，则投资回报情况会有很大的区别。假如我们投入的100万元可以占到K组建的民间信贷企业1%的股份，而K的利息收入只保持12%的水平，但K企业的利润却是以每年50%的速度递增的。这时候，K企业是如何做到的呢？很简单，就是可以不断地通过“增资扩股”来实现。最后的结果是，K企业的利润的确成长到吓人的地步（按50%的增长率计算，10年后我们投入的100万元将变成5 766.5万元），但是，我们能真正获得这个投资回报吗？完全不可能。因为，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在K企业实现50%的高增长的过程中，不断地通过“增资扩股”把我们所占的股份比例一再地稀释了。事实上如果排除其他经营因素外，K企业如果长期维持12%的ROE，那么，理论上我们所能享受的长期复合回报率只能是12%这个水平—K企业是变得越来越庞大了，但与我们所能获得的投资回报无关。

第二种情况下的增长率颇值得投资者深思：我们并不能否认K企业创造财富的能力，毕竟它的利润在快速地增长，其规模越来越大。但是对于股东而言，这种所谓的创造财富的强大能力无疑是令人伤感的，因为我们并未享受到这种规模增长所带来的回报。

第二种情况下的增长提醒我们记住一个事实：在杜邦财务分析体系中，影响ROE的有一个特别重要的数据，那就是“权益乘数”，即杠杆倍数。当总资产收益率已经确定的条件下，提高“权益乘数”是可以直接提高ROE水平的。比如，K企业的总资产收益率只有3%的水平，那么，如果它使用2倍的杠杆，那么它的ROE只有6%，如果它使用10倍的杠杆（金融企业的杠杆常常超过10倍），那么，在总资产收益率3%不变的情况下，其ROE则立马提升至30%的高水平。

我们应该知道，杠杆在任何时候都具有两面性，它可以加速企业的成长，也同样可以加速企业的衰败。杠杆的双刃剑特性在金融行业表现得尤其突出，美国历史上曾经出现过的众多的金融企业破产的案例，都和过度使用杠杆有极大的关系。金融家们热衷于玩弄越来越高的杠杆，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

殊不知，最后的结果是把自己玩死了。巴林银行、长期资本管理公司、贝尔斯登等都是受到杠杆伤害极大的金融企业，最后的结果都是破产而被并购。

我们基本上已经可以确认一个重要的可以用来衡量企业创造财富能力的指标，这就是股权收益率（ROE）。读者朋友应该知道的是：这里所做的这个指标的分析是没有涉及企业盈利质量的问题。我们知道，如果一家企业所获得的ROE是含有很大水分的，是虚假的财务报告，那么，再高的ROE也是无益的。在低质量、可信度低的条件下，任何指标所具有的评估意义都将大打折扣。

而且，从更深层次来看，ROE还仅仅是从收益的角度来评估企业创造财富的能力，而事实上，收益并不代表现金流。哪怕企业创造了再多的会计利润，看起来ROE有多么完美，如果实际所获得的现金流有很大的差异，那么ROE的力量便显得微不足道了。

因此，关于盈利质量的问题，正是本书接下来要重点讨论的问题。如果投资者无法在一定程度上把握一家企业的盈利质量问题，那么要在投资世界生存下来，无疑是艰难的。

许许多多的投资者甚至包括一些机构的分析师，都会或多或少地不够重视一家企业的盈利质量问题，有时还会因为各种各样的原因而忽视盈利质量，盲目地相信会计利润，这是一位严肃的投资者不应该养成的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

习惯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

参透上市公司业务流程及现金流转

投资最像做一种生意，生意是如何做的？做生意，首先是要看懂生意的门道。比如，我们想开间茶馆，当然要知道这茶馆是怎么开的，收入从哪儿来，要支付哪些费用。用专业一点的话来说，即要知道整个生意的流程—我们投入的每一元钱是如何流转的。流程是个极其关键的要素，我们需要执行哪些步骤、每一步又该做些什么，都是需要清楚的，否则，开茶馆的生意，我们还是别碰为好。在明白整个开茶馆的流程后，我们还需要进一步弄清楚，我们的资金将会在茶馆生意的整个流程中如何运转。记住，这才是真正涉及生意的关键之处，即掌握生意流程中的现金流状况。

我们知道，在开茶馆的过程中，我们需要先做一项非常重要的工作，即进行茶馆的选址，好的生意地段将在很大程度上决定铺位生意的好坏。若选择到了好地段的商铺，我们就要支付足够的租金，而后按预先的定位对茶馆进行装修（也是一笔很大的支出），待茶馆装修得差不多的时候，我们还要联系茶叶商家，购买各种品种（如西湖龙井、铁观音、碧螺春、普洱茶等）为供顾客饮用的准备，同时，还要聘请适量的有茶馆经验的工作人员，还要确认收银系统可以安全使用（最好能开通信用卡消费），等等。待所有的准备工作都做好之后，我们就可以开业了，这时候，我们才可能有一定数量的现金流入。在开茶馆的整个过程中，开业前的所有工作几乎都是现金流出，开业后，有现金流入的同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时，也有大量的现金支出（比如工资、租金、水电费、宣传费、税收等）。换句话说，我们的茶馆要取得成功，至少应该在开业后实现收入大于支出的水平。事实上，按照上市公司的会计规则，如果我们的茶馆仅仅在开业后实现了收入略超过支出的水平，那么，扣除开业前的所有费用摊销，我们的茶馆可能仍旧是亏损的。知道了吧，即使看起来很简单的一种生意，要做好也绝不是那么容易的事情。

现在让我们来给开茶馆这个生意画个简单的流程图（见图8-5），这个流程图同时考虑了开办流程和现金流的情况。



图 8-5 茶馆开办流程及现金流状况

上面这个简单的开茶馆流程告诉了我们什么呢？一句话：做生意赚钱不容易。我们知道，在茶馆开业前，都是现金净流出的，开业后，如果生意不如我们所预期的那样好，那么，可能仍旧将是现金净流出状态。

说到这里，我们可想而知，如果有一家上市公司的生意同样是做茶馆经营的，我们是不是已经能够比一般的投资者更能看清事情的本来面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目呢？答案是毫无疑问的。

作为投资者，之所以要明白一种生意的流程，旨在增强对所投资的企业的了解。我们只有彻底地了解我们所投入的每1元钱是如何在企业运转的，我们才更有底气说出那句话：我们的资金可以安全地在这家企业享受复利增值。否则，我们一厢情愿的致富理想可能只是竹篮打水一场空。巴菲特在致股东的信中曾这样说道："成长性只有在适当的公司以有诱惑力的增值回报率进行投资的时候。换言之，只有用来资助成长性的每一个美元可以产生超过一美元的长期市场价值的时候，才能使投资者受益。至于要求增加资金的低回报率的公司，成长性会伤害投资者。"巴菲特是在论述企业的成长性与回报率的问题，我们可以知道，如果我们对所投资的企业的生意一无所知，我们根本无法确切地知道我们所投入的每一元钱可以产生怎么样的回报—如果我们仅仅是因为企业管理者热情高昂地在说：我们未来10年的复合增长率将一如既往地保持超过30%的水平。我们能相信这话吗？我们可能容易犯一个错误：总是容易被高成长性的各种"故事"所迷惑，而事实上根本不了解所投资企业的生意本质，或者连起码的生意流程也没有弄清楚。

有空再想一想，如果我们的茶馆真的要实现长期盈利应该如何做。看透了开一家茶馆涉及的各种经济问题，我们才能真正领会什么生意才是一种好的生意，什么生意才是能够真正带给投资者高回报的生意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

盈亏平衡临界点不可小视

让我们再来为我们的茶馆生意谋划一下。茶馆开业了，我们很幸运，顾客络绎不绝，我们每天都在不停地忙。到了月底，结算账目的时候，发现获得了非常大的正收入。这个月我们平均每天都卖出了100壶好茶，每壶收费是90元（包括茶位费、风味小食），每壶茶的茶叶及风味小食的成本大约是30元，以每月30天计算，则扣除茶叶及小食的成本后，每月可获得180 000元的收入，而一个月的商铺租金是20 000元，水电费一共是3 000元，工资一共是24 000元，这样算下来，我们获得了每个月133 000元的税前收入。别高兴得太早，这可不是净利润，我们还有各种税没有承担呢。我们在经营茶馆中有个发现：只有当我们每天卖出茶的数量超过26壶的时候，我们才有可能获得收入，否则肯定是亏损的。于是，26壶成了我们每天的经营最低目标，当哪天我们销售的数量不够时，哪怕差1壶，我们都想冲出茶馆去，软硬兼施拉一个顾客进来喝上一壶，哪怕给他来个8折优惠也在所不辞。

我们每个人都牢牢地记住了26壶这个数字，我们有8位服务员，这意味着她们每人必须每天泡出超过3壶的好茶。我们把这个数字告诉她们每一个人时，她们都感受到了生意的压力，因为26壶就是我们的生命线，我们每天无论如何不能低于这个销售数量。

26壶为什么就会如此重要呢？因为它是我们经营茶馆的盈亏平衡销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

售量。

通过计算，我们发现，我们每月的固定成本支出是47 000元，而销售茶的数量只要超过26壶时所获得的收益（扣除每壶茶叶及风味小食的变动成本），就几乎可以抵消所有的固定成本（租金、水电、工资等），注意，这里我们把水电当成固定成本，因为这个费用每月都变化很小。也即是说，只有超过第26壶起的销售，才是能够真正产生收入的，26壶就是我们盈亏平衡的临界点，我们绝不能在26壶的时候就停下来，否则前功尽弃。

开茶馆的这个案例告诉我们什么投资真理呢？

至少告诉我们以下这些投资原则：

第一，在选择投资对象时，尽量选择那些固定成本比例较低的上市公司，在理论上说，固定成本越低，财务弹性越大，企业就越容易跨越盈亏平衡临界点而实现盈利，进而企业未来创造价值增值的空间的可能性也会更大。当然，固定成本太低的上市公司也存在一些不可控的风险，这是因不同的企业具体情况而论。通过不完全统计发现：资本市场中表现非常“牛气”的上市公司，大部分都是固定成本占比较低，并且无形资产价值突出。

第二，固定成本是相对于同一类型的产业而言的。有些产业的固定成本天生就比较低，如流通行业；有些产业的固定成本天生就很高，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

钢铁、纺织制造产业。

第三，固定成本为我们对一家企业的价值评估提供了良好的参考，如果我们可以完全掌握一家企业的固定成本（如同知道我们茶馆的情况那样清楚），那么，我们便可以进一步提升对企业估值的准确性。

在实际投资活动中，我们经常会发现一些企业，在某些会计年度有大量的销售额产生，但是最终的净利润却是负数，为什么有大量的销售额却没有产生回报呢？这就是受到固定成本的影响，我们只能无奈地说，这家企业的销售量还不够大，还不足以抵消固定成本。该要销售多少才能产生利润呢？这正是企业管理层要深度思考的问题，也是投资者要反复思量的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上市公司“逃不掉”的生命周期

任何企业都面临生命周期问题。企业大致要经历的过程：初创、萌芽成长、稳定增长、成熟产业、衰退产业的5个历程。对于投资者来说，如果能在企业的初创时期投资一家优秀的企业，当然是再好不过的事情，虽然要承担的风险更大，但是获得的回报将是最大的。投资在企业的初创时期，一般不是个人投资者能做到的，这通常是风险投资基金的重点领域。一般而言，企业通过风险投资基金的介入，加上券商的辅导而上市，便进入快速成长时期，而后发展到稳定增长，再然后就可能面临衰退了。当然，这是理想的情况，实际中，很多刚刚完成上市的企业已经步入稳定增长、甚至是成熟期了。正是基于这一点，我们认为，做投资决策前，我们的重点工作之一便是确定企业所处的生命周期阶段，这在很大程度上会影响我们的投资回报情况。比如，对于一家正处于衰退期的企业而言，我们投资它，或许只能赚取市场过度低估而产生的差价，并不能享受到企业的长期价值成长回报。

如何判断一家企业大致处于哪个生命周期阶段呢？这是需要很多技巧的，这里只能说个大概情况。

第一，如果一家企业已经连续高速增长超过10年甚至更长的时间，那么，我们或许可以认为：在接下来的时间里，企业可能面临增长放缓的趋势而步入稳定增长期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二，如果一家企业的利润已经连续多年处于一个与GDP相当的增长率或衰退水平中，我们或许也可以认为：企业正处于成熟或衰退周期中。

第三，如果一家企业的市场占有率已经连续多年没有提升的空间，那么，这说明它在这个产业中的发展空间已经基本到顶峰了，企业也就步入成熟期了，再之后就可能是面临衰退了。

第四，如果一家企业的管理层已经迫不及待地进行多元化经营时，我们也有理由认为，企业原来经营的主业已经步入成熟甚至衰退期了，管理层非常清楚他们的生意还有没有发展空间。

第五，如果一家企业所处的行业是一个刚刚兴起的新产业，而且企业表现出来的业绩也是高速增长的情况，那么我们有理由认为，这是一家正处于快速成长的企业。在一个全新的产业里，企业有超高速的增长是正常的，这正是企业的快速增长的生命期。

第六，如果一家企业所处的行业是一个夕阳产业，但是企业的业绩表现却是高速增长，那么我们有理由认为，这是一家竞争优势非常明显的企业，它可以脱离整个行业的不景气而高速成长就是最好的证明。这种企业尤其值得投资者重视，具备难得一见的大牛股的潜质。

第七，如果一家企业所处的行业是一个充分竞争的而且也是处于成熟期的行业，但是，这家企业却仍旧可以获得超越这个行业的平均增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

水平，而且它的产品还可以一直特立独行地在适当的时候提高销售价格。这种情况下，我们也有理由认为，虽然这是一个成熟的产业，但是对于这家企业而言，它还是年轻的。这家企业或许正处于它独有的快速增长期。

以上七种情况仅是冰山一角，事实上，判断一家企业所处的生命周期有很多很多的方法，比如，我们甚至可以通过观察企业的员工薪资福利水平而得到某些有益的结论。如果一家企业的员工薪资福利明显好于同行业的企业，而且还在一直提升中，我们有理由认为，这家企业还具有强大的生命力，它或许还仅仅是处于快速增长期，距离稳定增长期还远着呢。

预先判断一家企业所处的生命周期会有一定的难度，然而，投资者所需要的恰恰是对未来的某种洞见。如果企业已经充分表现出其生命周期特征，那么，我们再认识到这一点已经没有太多的投资意义。因为通常来说，这时候的资本市场已经充分地反映了这种企业的特征，股价早已经飞涨或者快速下跌。

最后补充一个似乎更为专业的预先判断企业生命周期的方法：观察企业的资本性支出与折旧摊销之间的差额或比例趋势。这种判断企业生命周期的方法是罗杰斯经常使用的，很多的专业投资分析师中也经常使用。这个方法的原理是：资本性支出与折旧摊销是相互联系的，两者基本是同涨同跌，因此，其差额或比例会有相对的稳定性。比如，如果在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

某个时期，资本性支出与折旧摊销的差额或比例远远超越了其他时期的平均水平，或许我们可以认为，企业或许快要从稳定增长的生命周期中转换到快速增长的生命周期中。当然，这不是完全有科学依据的，但有一定的道理，可以作为参考辅助性使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不同行业上市公司具有明显经济特质差异

有句俗话：隔行如隔山。不同的行业，具有明显不同的经济特征。对于投资者来说，了解行业的特征是成功投资的必要非充分条件。没有对行业特征的了解，很难有理由说对一家企业有实质意义上的理解，也根本不可能做出一个相对准确的价值评估。也正是因为行业之间经济特质的极大差异性，导致即使是如巴菲特这样的投资大师，也不得不固守自己的“能力圈”。巴菲特极其遵守自己的投资规则，如果他无法确认自己对一个行业的了解可以超越其他人，那么，通常他会选择放弃。比如，对于互联网行业，他一直无法确信自己比别人更了解这个行业的未来，所以，他一直以来宁愿相信“口香糖经济”。

事实上，巴菲特一直以来坚持“能力圈”法则，的确使他错过了Intel、Microsoft、Dell等成长巨大的企业，但是，他同时也规避了互联网经济的泡沫周期风险，造就了他独有的“不倒翁”形象。

行业之间的不同经济特征，会使处于这个行业中的任何一家企业受到或多或少的影响。通常，在一个极难取得超额利润的行业里，也的确很难有可以取得超额利润的优秀企业，或许真是应了那句“近朱者赤，近墨者黑”的话。那种可以“出污泥而不染”的企业是存在的，但是其概率是极其低的。作为投资者，我们当然更愿意从一个出现优秀企业概率更高的行业中选择投资对象，这是资本力量造成的，也是人类“避重就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

轻”的心理造成的。当然，也有喜欢逆向的投资者，他们或许总是想证明有些东西被人们忽视了，他们有时候也的确做得很成功，然而，无论如何这是极少数的天才方能做到的。

我们再来看看一些主要行业的重要经济特征吧。

先说金融业。金融是万业之母，每一个行业、每一家企业都离不开金融业。可以说，对整个国民经济而言，成也金融，败也金融。金融行业有一个重要的特征：高杠杆经营。金融行业的企业，其总负债经常是其净资产的十几倍甚至几十倍。高杠杆经营的特征就是使事情运动得更快，如果经营得顺利，金融企业可以获得快速的增长，规模可以在很短的时间内变得很庞大，而收益率也同样表现得很有吸引力。但是，如果经营得不顺利，则可能出现亏损，甚至于破产。资金的周转性能对于金融业来说是极其重要的，资金流转不顺，对金融业造成的影响是巨大的。因为使用了很高的杠杆在经营，对现金流的周转性能要求非常高，再加上金融企业自身不断膨胀的逐利本性，所以，金融行业普遍会出现强周期性特征。而且，都会表现出“来得快，去得也快”的特点。这是一个仿佛孙悟空戴上了紧箍咒一样的行业，虽然很有冲劲，很有理想和抱负，但是仍旧逃脱不了佛祖的控制，金融杠杆就是那个紧箍咒。

对于金融行业而言，因为采用了高杠杆经营，所以其股权收益率通常是比较高的，一般都会超过15%的收益率水平，有些优秀的金融企业可以达到超过30%的收益率水平，这是令其他很多行业很羡慕的一件事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

情。当然，金融行业的这种高收益率现象主要是由杠杆推动的，其风险明显超过其他行业。

房地产行业从本质上也是属于金融服务业，其经营特点也是高杠杆，只是其杠杆程度远低于金融机构罢了。

投资金融行业，最佳的选择是在金融行业完全步入周期性低谷的时候，并且尽量选择那些一直以来经营都相对保守的金融企业，只有这样，才能取得相对较为理想的投资回报。巴菲特投资富国银行是一个不错的案例，我们可以从中看到两点投资金融行业的经验：第一，选择那些历来保守经营的金融企业；第二，在这家保守经营的企业同样地经历着周期性阵痛的危急时刻大胆出手。

说完金融业，我们再来看看一个更为普遍的行业—制造业。制造业包括的范围很广，除了金融业，还有其他非金融类的服务业外，其他的企业都可以归到制造业范围内。制造业是工业之母，正如金融行业是经济之母一样，制造业对于整个工业而言，就几乎是全部的驱动力。制造业研发、生产和销售一切的生产资料，包括驱动金融业所需的一切电子设备等，这些都是拜制造业所赐。

在制造业里，大概有4种类型的企业：第一种是研发技术型的；第二种是品牌影响型的；第三种是普通加工型的；第四种是属于生产资源垄断型的。前两种企业，基本上是走在制造业的前端，其竞争优势有所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不同，研发技术型的企业的重要竞争力在于创新技术及对技术进行产业化，而品牌影响型企业的重要竞争力在于品牌的影响广度、深度。普通加工型的企业，则基本上是为研发技术型及品牌影响型企业服务的，是属于后备力量，但同样不可或缺。最后一种生产资源垄断型的是一种特殊的制造企业，这些企业通常因为自然或历史条件而形成对某些生产资源（如煤炭、稀有矿产）的垄断，其重要竞争力在于拥有资源优势。

通常，制造业里的企业的固定成本投资相对会比较大，研发技术型的投资在于研发费用，品牌影响型的投资在于品牌营销费用，而简单加工型的投资在于生产设备、厂房等，资源垄断型的制造企业，也同样面临大量的固定成本，如开采矿山所需的各种机械设备、提炼矿产元素用的生产设备等。

就竞争优势而言，制造业里有非常多的企业具有很明显的竞争优势。比如，一些企业拥有原创性的工业技术专利（如工业控制芯片、激光制导等技术），那么，企业都可以由此而获得相对于同行的超额利润。那些拥有高精尖技术的制造企业，事实上已经变得越来越强大，比如拥有CDMA核心技术的高通，还有拥有电子芯片核心技术的Intel，这些企业都已经创造了巨大的财富，他们所掌控的是制造业中的核心—技术。在技术型制造企业中，有许多的医药企业也可以取得竞争优势，因为它们拥有某些受到专利技术保护的药物品种，而且有些是永久性保护的，如云南白药的配方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同样地，在制造业中的品牌影响型企业中，也有很多竞争优势非常明显的企业，如Nike、LV、Armani等，这些消费品牌，是无生产工厂的制造企业，这些企业走在了整个制造业产业链条的前端—设计。他们依靠对品牌的塑造，对品牌标准的严格执行，而将固定成本较高的加工生产环节交给了那些专门做普通加工生产的制造企业，从而取得了极大的成功。

在普通加工型的制造企业中，是否也存在竞争优势的企业呢？答案是肯定的，加工型企业虽然既没有技术上的优势，也没有品牌及资源上的优势，但仍旧可以创造其独特的优势—拿到生产订单、赚取稳定的差价，无需进行研发投入、无需进行品牌营销，只是这种优势相对技术、品牌而言并不突出，毕竟大部分加工型企业并不能创造较强的竞争优势。有些加工企业之所以能够具有某种竞争优势，是因为其庞大的规模、严格的生产工艺流程控制获得了技术型、品牌型等企业的认可，从而构成了两者长期稳定的合作关系，由此而获得了可持续发展。

普通加工型的制造企业通常只能获得订单价格与原料价格之间的差价，很难有其他的利润来源，无论他们所生产的产品在终端市场多么地受市场欢迎，无论其终端售价如何提价，基本上都与他们无关。

然而，有个例外的情况是：原本同样是属于普通加工型的制造企业，农产品的深度加工子行业中却容易出现非常强大的竞争优势的企业，这尤其表现在酿酒业中。酒是农产品的深加工产品，但是因为其产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

品的独特性，形成了不少有竞争优势的品牌，如茅台、五粮液、青青稞酒、张裕、古越龙山、青岛啤酒等，从而，也使得这些本属于普通加工型的制造企业转变为制造业中的品牌型企业。

普通加工型的制造企业虽然看起来并无突出的竞争优势，但似乎有一个极大的好处就是有一点“旱涝保收”的优势。然而，事实上是保持这种优势也并非理想中的那么顺利。通常，技术型企业及品牌型企业都会或多或少地占用代工型企业的资金，使得他们以更高的营运资本经营，应收账款总是越来越多，而利润率总是越来越低。在技术型企业、品牌型企业面前，简单加工型企业是处于弱势地位的，基本上没有话语权。所以，长期来看，纯粹加工型的企业，很难创造长期稳定的竞争优势。

制造业中的第四种企业是资源垄断型的。这种企业的竞争优势非常明显，因为他们拥有某些资源的专属经营权。比如，有些煤炭生产企业，因为拥有某些区域的煤炭资源的经营权，便可以实现垄断性经营，虽然煤炭价格受到政府管制，但他们仍旧赚得盆满钵满。在A股市场中，有一家特别明显的资源垄断型的制造企业，它就是盐湖股份。因为拥有青海察尔汗盐湖的垄断经营权，凭借盐湖中含有的丰富的钾元素，盐湖股份可以轻而易举地实现钾肥的生产和销售，而且毛利率奇高，因为资源优势导致原料成本极低。可见，资源垄断的优势即在于资源优势可以极大地降低生产中的原料成本，即使没有生产技术水平上的优势，这种企业仍旧可以获得超过市场平均水平的利润率，其竞争优势是非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

明显的。

当然，资源垄断型企业也并不是万事无忧的。它们同样会面临周期性风险、资源开采完毕的风险、资源价格起伏不定的风险。通常，很多资源型制造企业的业绩都会与国际大宗商品的价格走势形成某种联系，当大宗商品价格上升的时候，资源型制造企业的利润也是上升的，反之亦然。

资源垄断型的制造企业另外还会面临资源税的征收，这是一个受管制的领域，任何一个国家都会对石油、煤炭、矿产资源进行管制，因为其中的很多资源甚至涉及国家安全的战略层面。

就地球长期的资源消耗来看，未来社会，将会越来越显现出资源稀缺的现象，而拥有垄断资源的制造企业，会由此而获得与众不同的优势，这种优势也很难被其他企业所替代。

关于制造业，基本就是上述观点。制造业的范围很大，有很多的细分子行业，如按产品类型划分，就可以分为：机械设备制造、电子设备制造、能源生产、药品生产、印刷、包装品制造、纺织、农产品加工等。这里对这些细分的子行业不做分析，接下来我们谈论的是非金融服务行业。

金融行业从本质上看，也是服务行业，只是金融行业具有高杠杆经营的特性，这是与众不同的。在非金融服务业中，有非常多的细分类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

型，比如零售业、物流业、餐饮、旅游、公共交通、传统媒介、互联网等。

非金融服务业中的企业，通常有很多可以形成强大的竞争优势。比如，一些网点众多并且布局合理的零售连锁企业，因为网点众多形成了更大的品牌影响力，也形成了经营上的协同效应，可以享受到规模效应，所以具有竞争优势。这方面的杰出代表企业是沃尔玛（Wal-Mart），它通过广泛布局在全球各个城市的营业网点，形成了巨大的协同效应，有很强的采购优势。当然，对于一般的零售企业而言，除了占据一个好的商业地段之外，似乎并无相对于竞争对手更强的竞争优势。此外，传统的零售企业，也已经越来越受到电子商务的挑战，甚至有言论认为，电子商务有可能取代传统的零售产业。当然，我们认为完全不可能取代，但确实会产生很大的分流，导致传统零售业的总体市场份额越来越少，这种趋势或许值得投资者重视。

在非金融服务业中，物流也是一个庞大的产业细分群落。无论是传统制造业、还是非金融服务业中的传统零售业，或者电子商务，都离不开物流业的支持。物流就像是一张为整个商业运转而编织的路网，因此，谁在这个路网中设立更多的物流节点，谁将更有可能成为充分竞争市场中的胜利者。众所周知的中国邮政（营业网点遍及全国各地，深入农村），还有FedEx和UPS，都是物流行业中的巨子，它们掌握了庞大的物流营业网点，配备了先进的物流信息管理系统，拥有丰富的物流航

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

空渠道资源，等等。这些，都是这些物流企业形成的竞争优势。

在餐饮业中，也可以诞生一些优秀的企业。这些企业的竞争优势是多种力量形成的合力，其中的文化力量是一个极重要的因素。比如，全聚德这家百年老字号餐饮企业，它经营的核心菜系全鸭席是其独一无二的秘方，受到永久性保护。更难能可贵的是，全聚德本身是个文化的代表，它代表的是一种“全而不缺，聚而不散，仁德至上”的文化。我们知道，文化的力量很难估计，因为它可以是无限扩大的。从世界上优秀的并且获得了巨大成长的星巴克的发展历史中，我们可以看到一种独特的咖啡文化。我们到星巴克消费，很多时候并不仅仅是为了喝一杯咖啡提神，而是附带了很多其他的心理层面的因素，这就是一种文化力量起作用的结果。

在餐饮业中，从某种程度上可以说：谁引领了一种能够被持续传播的文化，谁就是至高境界的成功经营者，因为由文化而生的品牌，其力量是最强大的。

非金融服务业中，公共交通是最稳定但却很难有成长性的子行业，公共交通具有公用事业性质，其服务在受到政府保护的同时，价格也受到政府严格的管制。公共交通是一个普遍不受投资者热捧的子行业，因为它没有太多的“故事”，也没有提供一个清晰可见的未来发展空间。一般情况下，公共交通企业的股票基本上几乎和债券是一样的，因为它们的事业很稳定，尽管往往利润率微薄。在实际中，码头、机场、城市内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公共交通、铁路等都是属于公共交通类的，这些企业都很难取得有足够吸引力的成长。

旅游服务业伴随一个国家经济水平的发展将变得越来越重要，这是一个相当于驱动消费的“管道”型的子行业。随着交通水平越来越发达的趋势，旅游成为一个轻而易举的事情，成为大众日益喜欢的一种休闲方式，这是一个巨大的市场。尤其对于人口众多的我国来说，旅游市场的繁荣将极大地带动各个城市的消费，旅游成了“催化剂”和“润滑剂”。旅游也被称为“无烟工业”，在未来越来越追求可持续发展的条件下，旅游产业将迎来史无前例的发展机会。当然，旅游业有一个很大的缺憾就是季节性，通常，人们只有在节假日时才能外出旅游，这给旅游业造成了很大的麻烦，因为其他的闲暇时间意味着旅游企业的所有服务资源都是处于闲置状况的，这对于企业经营者来说，是一种极大的浪费。然而，旅游企业通常又必须配备足够的服务资源，因为当节假日来临的时候，似乎所有的资源都不够用了，这是旅游业几乎无法逃脱的怪圈。

最后简略分析一下传统的媒介产业及互联网产业。传统媒介主要是电视、报纸、杂志、图书等。这些传统媒介在过去的岁月里曾一度备受喜欢，因为它们拥有一种“收费站”的功能。如巴菲特早期投资的《华盛顿邮报》，就是因为这种特征备受这位投资大师推崇，他也由此而获得了超过百倍的回报。

传统传媒业在经济特质上有一个共同点：轻资产。这是一个没有太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多的固定资产的行业，但却拥有很多账面价值上没有体现的特权，无形资产是这个行业最大的竞争优势，比如，一家地方性的新闻报纸，因为它在一个城市的独一无二性，会使得它拥有很多的竞争优势，而事实上，除了养活一帮新闻记者和编辑，它并不需要大量的其他固定资产投资，印刷报纸的工厂他们并不需要自己设立，所以它通常可以取得一个相当具有吸引力的股权收益率水平。和报纸差不多，有些杂志也是如此，有些杂志是专门针对某些特定的人群而发行的，由此，他们可以形成一个高壁垒的细分市场，如一些针对摄影爱好者的杂志，小众的市场，杂志会形成对整个群体极强的凝聚力。广播、电视媒介的固定资产相对会多一些，但是他们同样具备很高的壁垒保护，其无形资产的价值通常并不是由企业最终所得的利润来评估的，而是由其能够产生的现金流决定的。电视等媒介因为折旧摊销的额度大，其净利润水平往往并不高，但是其现金流是非常优秀的。

互联网可以说是一种全新的媒介，其地位已经越来越重要，传统媒介的渠道功能已经被互联网冲击得很惨淡。互联网有一个特别重要的优势是传统媒介无法比拟的，那就是它的信息覆盖面和传播速度。互联网可以在1秒钟内将一条新闻在全球发布，而发行量最大的报纸要做到这一点，几乎是不可能的。然而，就新闻信息而言，缺乏严谨性是互联网最大的弱点。互联网的信息量是庞大的，更新速度也是极快的，但是，许多的信息都是重复的，并且其中有大量的不可靠的假信息。就媒介而言，信息的权威性是很重要的，如果一种媒介提供的信息是让客户无法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

确信的，那么它是不可能由此而建立牢固的竞争优势的。

互联网给商业社会带来的最大的好处也许还在除媒介信息之外的另一个层面—整合全社会资源。互联网是一个巨大的平台，它几乎可以整合所有的社会资源，使资源配置变得更为有效。例如，有些电子商务平台，可以轻松地实现对多个产业的整合，整合了各种各样的商家资源，整合了各种各样的物流企业，整合了各种各样的顾客群体。有些电子商务平台甚至担负起一些金融支付的功能，实现了更深层次的整合。

互联网的影响是深远的，尤其是移动互联网，对于未来整个商业社会的影响都将会是不可想象的。互联网发展至今，已经深远地影响到了每个产业链条中的几乎每一家企业。

从投资者的角度看，投资互联网带来的机遇有两个方面：一是投资于有竞争优势的优秀互联网企业，二是投资于极大受益于互联网应用的传统产业，如传统的制造业和零售业等。因为互联网企业通常都享有更高的估值水平，所以，从安全性考虑，那些长期受益于互联网应用尤其是电子商务应用的传统企业，反而是上等的投资选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第九章　勇于质疑上市公司

聪明的投资者会习惯性地质疑上市公司的各种情况，尤其是盈利状况。业绩是高管们特别在意的，因为业绩影响股价，并与他们的利益息息相关。我们不宜掉入虚假业绩的泥淖之中，要时刻保持理性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

调研出“乾坤”

没有调查就没有发言权。若要获得相对准确的上市公司竞争力财务量化相关的评估，第一步应当是做充分的调研。

《三国演义》里有一个著名的“火烧博望坡”的故事，当时刘备屯兵新野，势力很小，大概只有几千人马，而曹操为了夺取荆州，命令他的得力大将夏侯与于禁率领了10万大军前来捉拿刘备，形势紧逼，旦夕之间，就有灭顶之灾。但是，这时候刚刚做了刘备军师的诸葛亮却悠闲得实在让关羽、张飞看不顺眼，根本不相信他能有什么妙计抵御曹操大军。然而，哪曾想，按照诸葛亮的军事布置，刘备却以少胜多，大败曹军于博望坡。或许我们以为诸葛是神人，但是，我们或许忽略了一点：他之所以能如此精准地实施“火烧博望坡”计划，实际上基于他前期的详细调研。虽然故事中并没有讲述诸葛亮如何察看博望坡地形的情况，但是，按逻辑推理，如果他事先不将曹操大军的来路探明，而且将博望坡的高低起伏、进退攻守之势分析得足够详细，是完全不可能实施军事上的“火烧”妙计的。

在投资实践中，进行实地的调研是非常重要的。实地调研可以让我们更为清晰对企业的商业模式、竞争优势、财务报告所公布的经营业绩等信息的了解。通过文字、数字了解的信息，如果能够与实际的调研形成对比，我们会得出更有价值的投资结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资大师彼得·林奇就非常喜欢到各个他感兴趣的上市公司进行实地调研，当然，有些他也仅仅是打一下电话核查一些数据。巴菲特也是喜欢实地调研的投资大师，虽然他和芒格都喜欢看书看年报，但他仍有很多的时间用在了与公司管理层的交流中，而且他有时候是采用类似于“微服私访”的方式进行调研的，比如，对《华盛顿邮报》的投资调研，巴菲特几乎是达到了“以身相许”的程度。

我们已经清楚了调研的重要性，那么，我们该如何进行调研呢？调研之前，我们要做哪些准备呢？

先说调研之前的一些准备工作。事实上，财务报告分析便是其中一项非常重要的调研前的准备工作。如果我们连上市公司的财务报告都没有阅读，便急急忙忙去做实地调研，往往是事倍功半。如果事先对上市公司已经有比较详细的了解，再去做实地的调研，通常是事半功倍。

第一步，准备一些在阅读上市公司相关信息中获得的重要问题，并且将所有的带有疑问的问题按轻重缓急顺序整理出来，列成调研问题表格，以备在调研中遗忘时使用。比如，上市公司以前的应收账款很少，为什么最新一期的年报却显示应收账款有了突飞猛进的增长呢？这样的问题在年报中会有所解释，但是仍旧需要在调研中进一步明确事实是否与年报中解释得一样，或者有没有更详细的更有说服力的解释。

第二步，将所有的有疑问的问题进行整理后，请拿起电话，直接拨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

打上市公司董秘或证券部门的电话，将有疑问的问题逐个问个明白。打完电话后，将电话沟通的信息记录下来，以备在实地调研中进行对比。我们知道，电话沟通肯定会存在很多不足，很有可能的情况是董秘或证券部门的人员都是按统一的标准答案来回答，有些根本不是我们需要的信息，他们会趋向于隐藏一些事实，而按照已经公布的信息再讲一遍。不要为此烦恼，出现这种情况是很正常的，他们也有来自各方面的压力。通常情况下，真正有价值的信息是极难在电话沟通中有明确答案的。

第三步，直接去上市公司的办公现场。如果上市公司有工厂的，就直接去工厂考察，如果没有工厂的，就直接去办公室询问。有些有大量终端销售网点的，直接可以到终端网点进行调研。比如，有些百货零售业，若要了解其真实的情况，去他们的办公室找证券相关人员，可能还不如去它的店铺里实际体验一番。

第四步，调研的流程还是相对简单的，再多一步就是实地调研完成后，再把调研事实写下来，并分析调研事实与我们进行调研之前所获得的信息，看看是否相符，不同点在哪里？哪个才是真实的信息？或者两者皆不是真实的信息？

事实上，调研是一个持续的过程，并没有完全意义上的终止点。除非当我们放弃对一家上市公司的研究时，我们才可以说，我们完成了全部的调研工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对上市公司的实地调研，关键是技巧问题，这里先说一个小小的细节。看过老舍《茶馆》改编的电视剧的人也许对其中的一个情节有印象：裕泰茶馆的老板王利发想开家分店，他相中了一个铺位。但是，他初次去看的时候，就想跨进门去见卖主。然而，转念间，他又改变了主意。他走到了铺位对面的一个摆摊卖烤薯的生意人面前，他首先夸了烤薯，然后买了一条吃上了，一边吃一边问，对面的铺位那么好，怎么就这样白白地空放着呢？那卖烤薯的人不搭理他，心想，你不就买我一个红薯吗？想从我嘴里套出好东西来？没门儿。王利发知道给他的利好不够，于是把他所有的烤薯全买下来了。立马，那卖烤薯的就把重要信息告诉了王利发：这个铺位风水不好，有一股邪气，连续三年有三个伙计死在半路上。而王利发也是通过这个重要信息把铺位的购买价格大砍了超过一半，而且还来了个分期付款。原本卖主出价要400两银子的，他只用了180两银子买下来，首付款是80两银子，实际成交时，只交了50两银子的首付款。虽然最后因为种种变故，王利发并没有得到那个铺位，但是从这个细节中，我们看到了一个精明的生意人是如何达成一笔成功交易的，还有更值得学习的，茶馆老板的调研技巧—草根式的、间接的、悬赏式的。

何谓草根式？我们这里总结为一句话：深入底层，眼睛尽量往下看，由下而上。茶馆老板选择的调研方法是走基层路线，他没有直接去找卖主询问有关铺位的情况。为什么不去找卖主问个清楚呀？这个道理很简单，找卖主问情况是可以的，但是问不到关键的信息是大概率事件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

—有谁会这么傻？要将转手卖掉的东西存在的重大问题告诉我们呢？不合人性利己的逻辑。那么，为什么王利发不去找常四爷探听那个铺位的情况呢？按常理来说，常四爷的身份总比那卖烤薯的人知道得多吧。然而，我们细细想来，就不会这么认为了。其实，王利发选择那个卖烤薯的作为调研询问对象，是非常精准的。原因有3个：一是因为他天天在铺位对面做生意，近水楼台先得月，店铺里发生的事情，他是不想听也听到了，不想见也会见到，可谓是信息灵通的人；二是因为他也是个生意人，他懂得做生意的一些门道，自然也就懂得一个商业铺位的一些门道，他知道王利发想要的东西是什么；三是因为他并不完全知道王利发的目的，他仅仅是猜到王利发可能是要买下这个铺位。在这样的条件下，他说出来的信息对于王利发来说，将会是含金量很高的。

所以，我们在进行投资调研时，也大可不必一定要规矩地选择那些冠冕堂皇的流程来做，好像非要找到管理层级别的人物询问，才能真正了解到上市公司有价值的信息一样，见到管理层是很有必要的，但未必只有通过他们才能了解到真实的有价值信息。

何谓间接式？所谓间接的，我们也概括为一句话：迂回曲折是商道，一叶而知秋。世界是相互联系的，我们想要了解上市公司，不是只有上市公司的人才能告诉我们，也不是只有我们跨入上市公司的大门才能有所发现。无论是什么样的上市公司，关于它的信息绝对是绵绵不绝的，有些藏得深一些，有些藏得浅一些，有些却可能是街头巷尾的热门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

话题，只是我们往往忽视罢了。通常，采用间接的方法更能得到有效的调研信息，这种间接表现在：一是我们自身角色的扮演问题，如果我们在调研中很明确自己是一个投资者，那么，可能很多信息我们都将无法获取。但是，如果我们扮演的是一个客户的角色，或者朋友的角色，那么，我们可能将获得额外的一些信息。二是不针对调研对象进行直接的访谈，而是访谈与调研对象有关的对象，如上市公司的客户、竞争对象或者对上市公司很熟悉的朋友，等等。其中，对上市公司客户及竞争对手的调研非常重要。客户是上市公司的上帝，他们的态度会折射出非常多对投资有帮助的信息来。比如，假设我们去做云南白药的调研，我们对它的客户进行访谈，我们可以选择有出售云南白药牙膏的零售网点，直接询问服务员就可以知道很多信息了，再或者又问一些使用了云南白药牙膏的朋友的情况，或许我们就更清楚云南白药的牙膏业务情况了。竞争对手的调研似乎比客户的调研更重要，客户有时候可能还会隐藏一些情况，但是真正的竞争对手是很少会夸奖对方的，他们恨不得告诉我们所有关于竞争对手的劣势，这对于我们投资决策非常有帮助，获取到越多的负面消息，我们就能对调研对象有更深层次的认识。而且，事实上也确实只有通过与竞争对手的情况进行对比，我们才能更清楚地认识到调研对象是否具有竞争优势或者竞争优势是否可以持续下去。比如，我们去调研广电运通这家A股上市公司，我们就可以调研同为A股上市公司且主营业务相同的御银股份。两家公司都在广州，或许我们可以从御银股份相关人员的嘴里得到一些我们无从得知的信息。或者，我们也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以选择ATM国际巨头美国NCR中国代表处的相关人员，了解到我们不知道的广电运通的情况。

何谓悬赏式？准确地说，这不是调研的一种方式，而是一种商业沟通的技巧。没有利益驱动，商业是无法运转的。当然，我们这里所说的悬赏并不是指为了获取内幕信息而进行商业贿赂，对于商业贿赂的任何方法，我们都坚决反对使用。我们若想在调研中获得一些真正有价值的信息，或许我们也要像裕泰茶馆老板那样，和卖烤薯的小老板来个“礼尚往来”，帮衬他一些生意，他自然会很情愿地提供他知道的信息，有些信息对于我们来说，可能显得很重要，但对于其他人来说，可能只是张嘴之间的事情。所以，适当地给予调研对象一些物质及精神层面的激励，可以帮助我们得到更有效的信息。记住，绝对不是指需要保密的内幕信息。在调研实践中，我们会发现，如果能够做到像朋友之间聊天一样，和调研对象的客户、竞争对手聊天，尽管我们会在这个过程中花费很多精力，也不免付出一些资金成本，但我们通常会调研得很顺利，而且事后发现，调研的效果其实很不错，只是看起来场面并不壮观罢了。可是，我们要那么多形式主义的东西干什么呢？

对上市公司进行实地调研是一个动态的复杂过程，其难度之大，并不亚于新闻记者进行一次揭露黑暗事件的深度采访。有时候，我们确实很需要一些记者刨根问底的精神。我们去实地调研上市公司，可不是去凑份子的、走马观花的，我们也不是去给上市公司张灯挂彩的，我们是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

去寻找真实情况的，我们要的是事实，而不是一切的伪装。

有不少投资者也常常说去某家上市公司进行了调研，然而，我们却发现，他根本没有得到我们从公司年报能够得到的更多的有效信息，这叫什么调研呢？或许还不如坐在家里喝杯茶，静静心，多读几本好书呢。

不可否认，真正有效的实地调研要具备很多条件，而投资者自身素养尤其是商业洞察力显得很重要。看到同样的商业现象，有些投资者可能几乎会忽略，而有些投资者则可能发现了一些关键问题，这完全取决于个人的素养，而非调研技巧的问题。

所以，从根本上说，要做好上市公司的调研工作，除了前期做足够的基本情况了解外，还要平时多学习多积累，不断地提升自身素养尤其是商业洞察力，这是调研之外的提升，却会严重影响调研质量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不宜轻易跨越“能力圈”

关于“能力圈”的问题，本书中多处有谈及，这里有必要专门进行说明。

家喻户晓的《西游记》里经常有这样的情形：每当孙悟空察觉到妖怪就在周边时，他通常会用如意金箍棒在地上画一个圆圈，然后让唐僧、猪八戒、沙僧待在圈子里面，并且总是一再告诫师徒三人：无论什么人来了，发生了什么事，都不要轻易走出圈子。孙悟空用如意金箍棒画的圈子有个特点：唐僧师徒三人可轻易走出圈子，但是，妖怪却走不进这个圈子。然而，唐僧慈悲为怀，常常相信妖怪的化身编造的可怜故事，不知不觉就走出了那个圈子，轻而易举地就被各种妖魔鬼怪抓走了。唐僧禁不住假象迷惑也就罢了，另外加上一个好色好吃的猪八戒，也是禁不住诱惑，妖怪化身为美女，猪八戒好色本性难移，常常一个跨步就走出圈子，凑到妖怪美女的身边去，照样被妖怪们骗得晕头转向，挨打受骗，到后来知道了真相，却也不思悔改，心里却想：师兄怎么还不来救师傅和自己呢？沙僧为人忠厚，不贪财恋色，一般不会主动走出圈子，然而，最后的结果还是走出圈子，因为唐僧师傅被妖怪骗走了，他一着急，也就不记得圈子了，救师傅要紧，哪里还管得了圈子啊。

在投资世界里，也存在一个圈子，这个圈子我们称为“能力圈”，与孙悟空为唐僧、猪八戒和沙僧画的防身圈子颇有几分相似。不同的仿佛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只是：孙悟空画的圈子是为了保护师徒不受妖怪侵犯，而我们的能力圈设定是为了防范投资失误。不可否认，在实际投资实践中，许多个人投资者常常会在许多股票之间买来卖去，他们买卖的主要依据就是看新闻、听消息。不断在“获利了结”和“割肉离场”之间转换角色，最后的结果是：他们常常亏损到令人吃惊的地步。投资大师巴菲特一生都非常重视固守“能力圈”这一投资原则，他从来不会轻易越雷池一步，无论能力圈外是一个如何充满诱惑的世界，他都有视而不见的把持本领。比如，在科技股疯狂上涨而可口可乐等传统行业股票纹丝不动的年代里，他仍旧不为所动。没有放弃自己最熟悉的行业，没有轻易跨越“能力圈”，结果证明：巴菲特又一次战胜了市场。当科技股尤其是网络股泡沫破灭时，许多投资者都为此倾家荡产，而巴菲特收获了他固守“能力圈”应得的回报。他没有像唐僧那样，被妖怪们的化身所骗，更没有像猪八戒那样，频繁地经不住各种利益的诱惑而投入火海。虽然没有投资微软、英特尔、戴尔和高通等获得了巨大成长的科技股，但是，巴菲特从未为此而后悔，他的特立独行是投资者固守“能力圈”的鲜活写照。

关于“能力圈”的问题，其实很好理解，并不是一个复杂的投资问题。然而，许许多多的投资者并不能很好地坚持“能力圈”的投资法则，深究其原因，在于他们自认为对新的股票新的行业很熟悉。因此，在利益的诱惑下（常常是这样的：像妖魔鬼怪的股票一般都会有强劲上涨的势头）越发认为自己是对的，难道不是吗？市场已经给出了最好的回答，这应该不会是个错误的选择。他们常常没有自己的主心骨，经常像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

旅鼠一样集体疯狂地奔向食物，也同时奔向生命的终点。

我们有句俗话说得好：隔行如隔山。这山望着那山高，总以为山那边有更多的金银珠宝，哪曾想，那山里隐藏了更多的豺狼猛兽。

当然，我们强调“能力圈”法则，并不是说把自己的思考限定在有限的范围内，恰恰相反，我们可以跨学科思考。但是，当我们行动的时候，我们最好还是问一问自己：我们真的准备好了吗？三思而后行，当我们无法确认自己可以跨越已有“能力圈”的时候，我们最好老老实实待在那个圈子里，这样，至少可以更安全，“能力圈”可以逐步延伸扩大，但是，人们都容易犯的错误是误以为自己可以跨越“能力圈”了，而事实上离那一步还差得很远。“能力圈”也是一个相对概念，即相比其他更专业的人士而言，我们是否可以与他们站在那个水平线上？如果不能，那么，我们应该尽早打消跨越自身“能力圈”的想法。

事实上，无论多么聪明的人，他的能力都会有所欠缺的，世上没有完全意义上的全能之才，我们说某些人是通才，也仅仅是相对他掌握的领域相对更多一些而言。即使神通如孙悟空，也有不足之处呀。孙悟空在天上，在地上可以神通无比，可是下到水里，功夫就不行了，水里的好多妖怪他都打不赢的，这是孙悟空的功夫弱点，我们的功夫弱点在哪里呢？好好想想这个问题吧，有百益而无一害。

“能力圈”实质上也是一个关于投资者进行自我省视的问题，正如本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

书第二章所讲述的那样，作为投资者，我们首先应当重视“正视自身”的自律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

质疑任何一份上市公司财务报告

许多人不进行理性的股票投资的理由是什么？他们几乎会异口同声地说：90%的财务报告都是造假的。

在很多个人投资者看来，股票投资无异于赌博，因为财务报告都是假的，所谓的价值投资其实只是一个幌子。

事实究竟是什么样的呢？

我们知道，财务报告是上市公司公开发布的，是给股东们查阅的。股东们希望看到的是什么呢？当然是一份漂亮的财务报告。如何漂亮？自然之美也很美，然而，在自然之美的基础上再化点妆，岂不是更美？所以，从满足股东的愿望的角度来看，上市公司管理层会有一种潜在的美化财务报告的动力。他们为了满足股东们的愿望，会尽可能地提高当期的利润，而不惜在财务手段上绞尽脑汁，把1亿的利润变成1.1亿甚至变成2亿。

当然，管理层更加会因为自身的利益需要，而美化财务报告。比如，一家上市公司的管理层拥有大量的股票期权。那么，这种情况下的管理层理论上会更加努力地工作，为股东们创造更多的财富，但是，如果他们发现努力工作并不能完全奏效时，他们就会将精力放在利润的调整上，这种情况尤其会体现在期权的行权期间，如果行权期间的利润并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不如意，管理层就有足够的动力动用财务手段把利润尽可能地提高。当然，他们把利润提高的做法未必是违法的，因为他们会想尽办法在不违反会计法规的前提下进行利润最大化的工作。又比如，如果上市公司的管理层薪酬是和业绩紧密相连的，那么，管理层同样有足够的动力去美化财务报告。再比如，某些上市公司的管理层面临更换，而现任管理层手里有大量的公司股票，这时候，管理层同样有足够的动力美化财务报告。

虽然在理论上说，股东的利益和管理层的利益是一致的。但事实上并不一致，股东们或许希望公司长期利润越来越好，而管理层可能面临更多的短期利润压力。这种压力如果不能在实际利润中释放，通常他们就会想到调整利润报表的方法。

从更深一层的角度来看，管理层也有同样足够的动力美化财务报告。比如，当上市公司面临再融资的时候，因为要伸手向股东要钱，股东们会依据企业的业绩状况来评估到底应该以何种条件进行再融资，如果是增发股票，那么，管理层当然是希望以更高的价格增发，而准备参与增发的投资者，则希望价格更低一些。两者之间的博弈，是个复杂的过程，但在这时候，无论如何，管理层都是希望公司的股价会有更好的市场表现，而要有更好的市场表现，则根本上就要有良好的业绩为基础，因此，归根结底，管理层又会回到美化财务报告的层面上来。当然，有一种定向增发股票的情况可能会使管理层往相反的方向调整财务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

报告。比如，管理层遵循大股东的意志，要把原本并不属于上市公司的一些资产注入上市公司来，那么，管理层这时候就有义务为大股东的利益着想，一方面，尽可能地把拟注入的资产进行更高的价值评估；另一方面，则尽可能地“打压”上市公司的业绩水平，以使股价趋向于更利于大股东的价位。这种情况和美化财务报告有所不同，但本质上是一致的，都是因为某种利益关系而调整了财务报表上的会计利润。

另外，商业信用的问题也会驱使管理层美化财务报告。

上市公司几乎随时随地都面临各种各样的信用问题，这些问题会促使管理层美化财务报告，因为一份好的财务报告会让公司的信用获得良好的评级。首先，公司在日常经营中片刻都离不开信用问题。比如，公司如果有良好的信用实力和记录，便可以从供应商处获得更多额度的赊购货物，并且可以延长货物的结算周期，这对于公司的经营有莫大的帮助，可以使公司大幅度减轻营运资本的压力。其次，公司在发行各种形式的债券时，将面临严格的债券评级问题，而债券评级的一个很重要的依据便是公司的财务报告。一份业绩良好的财务报告无论如何都会比一份业绩差的报告更让评级机构信任，从而获得更高的信用评级，债券的发行就会更加顺利。最后，公司需要向银行等金融机构借款时，也面临重要的信用评级问题，而财务报告同样是银行做出信用评级的重要依据。因此，管理层在某些时候为了更顺利地解决借款问题，会采取一些激进的会计手段调整利润，使财务报告更好看一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通常来说，在面对信用与利润关系问题时，管理层会想方设法使信用损失条件下的边际利润最大化，他们知道任何美化财务报告的做法都可能造成潜在的信用的损失，但是，他们同时更清楚，只有当美化财务报告的程度达到足以造成真正的信用损失的临界点的时候，“美化工作”才算是做到了最高水平，达到了边际利润最大化。

说到这里，也许聪明的读者朋友已经要反问了：难道管理层就可以为所欲为吗？不是还有审计机构吗？不是还有证监会吗？

当然，管理层存在诸多的因为各种利益关系而需要美化财务报告的动力，但是，这并不意味着他们可以为所欲为，毕竟，他们也承担着很大的风险。

至于审计机构和证监会，因为职责的关系，两者都有权利和义务对上市公司财务报告的真实性进行监管。尤其是审计机构，需要亲自审核上市公司财务报告。然而，有一个问题是值得注意的。我们知道，上市公司聘请了审计机构，在审计机构眼里，上市公司是客户，是他们的“衣食父母”，得罪不起。尽管审计人员随时随地都记得自己的职责是确保财务报告的客观公正，然而，面对自己的“衣食父母”，他们又岂能不“睁一只眼闭一只眼”呢？只要是不违法的会计调整，在很多时候，审计机构都会配合上市公司的“要求”，对某些虚增的利润给予“名正言顺”的地位了，这就是财务报告都有水分的缘故，因为负责抓老鼠的猫是需要老鼠提供食品的。当然，我们也不排除某些公司调整利润的手法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

非常高明，以至有我们的专业审计人员也根本无法识别出来的情况。

再说证监会，这是最高的监管机构，当然有责任保持上市公司所公布的财务报告都是客观公正的，可是，他们往往是心有余而力不足，他们哪有精力审核每一家上市公司的财务报告呀。所以，通常他们是抽样检查，或者发现有特别异常的情况才会单独审核某家公司的财务报告。

所以，无论从管理层炮制“假账”的动力来看，还是从审计机构与上市公司的利益关系来看，财务报告都有被“做假”的可能及事实。而且，历史上的不少案例也证明了这种可能性及事实，比如银广厦、绿大地等，均触目惊心。这些是严重违法的做假账企业，还有很多是并不明显的也没有违反会计法规的“利润调整”仍在生根发芽。

最后，我们来看看，到底管理层有哪些常用的“利润调整”手法可以美化财务报告。这对于防止我们碰到巨大的业绩变脸的“地雷”有莫大的帮助。

会计利润调整的做法，总结起来大约有3种情况。

第一是调整资产负债表或利润表的相关科目。利用资产负债表的调整虚增或虚减利润的主要表现为对应收账款、固定资产折旧、资产减值准备及预收款等的调整。应收账款调整主要是利用了提前或延后确认收入的时间差，而折旧主要是调整折旧年限。资产减值准备是比较带有主观性的调整，其中的水分也往往可大可小。至于预收款则通常是一个隐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

藏利润的地方，管理层有可能将某些可确认的收入放到预收款项中，从而减少当期利润。利润表的调整主要是销售费用、管理费用、财务费用及所得税的调整。管理层对于费用可以有一定的处理弹性，某些激进的管理层会将某些费用列入资产项中，如购买某些非生产性物品而形成的融资费用（不符合利息资本化条件），却进行了利息资本化处理。

第二通过合并报表调整利润。合并报表是个相对较复杂的会计现象，某些管理层会在年度业绩不达标或超预期的情况下通过新增合并报表的子公司，以达到调整上市公司利润的目的。或者，当没有可合并报表的子公司时，管理层可能会通过并购的方式调整利润，通过并购一些盈利的资产，可以极大地影响上市公司当期的利润水平。

第三通过关联交易调整利润。关联交易一直是上市公司普遍存在的现象，子公司和母公司之间的关系千丝万缕，极难分清是正常交易还是利益输送式的交易。对于个人投资者而言，建议特别要留意那些母子公司关系复杂的上市公司，在查看其年报时，应当特别查看其关联交易项目，如果某些交易不合常理，尤其应当引起注意。当然，更要注意的情况是一些隐藏的“关联交易”—某些上市公司可能会通过一些特殊的业务伙伴生意往来的关系，短时间内加大产品销售，而这时候往往有大量的新增应收账款产生，当过一段时间后，又以退货为名，核销大量的销售额。

识别上市公司的会计利润调整是一个很有技巧性的工作，这需要个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人投资者付出很多的努力，以上仅仅是概要，实践中还有诸多的细节有待考虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最后才考虑利润问题是聪明之举

为何说应当最后才考虑利润问题呢？这主要是基于两方面的考虑：一是会计利润的可调整空间相当大；二是报表利润是已经发生的事实，但并不代表未来还未发生的情况。

让我们先看一张上市公司的会计利润简表（见表9-1）。

表9-1　A、B两家主营业务相同的上市公司的利润　（单位：亿元）

利润科目	A上市公司	B上市公司
营业收入	100	100
营业成本	40	50
毛利	60	50
销售费用	15	20
管理费用	20	20
财务费用	−5	1
投资收益	3	−2
营业利润	33	7
营业外收支净额	5	0
所得税	9.5	1.75
净利润	23.5	5.25

通过这张会计利润表你可以发现什么秘密？为什么A、B两家主营业务相同的上市公司的营业收入即销售收入同样是100亿元，但最后的净利润却相差如此之大？面对这样的两家企业，我们难道要第一眼就排除B上市公司吗？这显然是太不够用心了。

我们经常会先看一家企业的利润，其实是很不可取的。试问，假如一家刚刚创办的企业，根本没有盈利时，我们又该如何去评估它呢？难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

道我们可以根据“没有利润”这个条件而将它视为一文不值吗？显然不能。这可能涉及一些风险投资的要素，某种意义上，我们所做的投资也是一种风险投资。无论一家企业当前的盈利有多好，都未必代表它未来同样有100%的表现，哪怕未来有90%的表现，那也是不小的风险。巴菲特的导师格雷厄姆就说过，最好的投资是那种最类似于做生意的投资。他这句话怎么理解呢？我们可以这样看：很多的老板在创业时，都可能面临前期不能盈利的状况，短则几个月，长则一年或数年。比如，我们去开一家茶馆，开业后，可能面临半年内都是亏损的地步，即现金净流量为负数，但是我们非常清楚，半年后，90%的概率是盈利的。为什么呢？因为我们知道，半年后茶馆旁边市内最大的精品购物中心、影院就要开业了，到那时候，这个区域的商业人流将产生几何级数的增长，茶馆占据最好的商业地段，将长期性受益。如果我们开的这家茶馆上半年（即亏损期）便开始招股上市，那么，谁会买我们的股票呢？答案是：真正了解我们茶馆价值的人。之所以说这么一个简单的假设事件，就是想说明一个问题：会计利润并非是唯一的考虑的重要因素，我们要评估的是一家企业的内在价值，而不是会计利润。你或许马上又会条件反射似的反对：没有利润，哪来的内在价值？呵呵，这只能说明我们所假设的开茶馆招股事件你并没有用心领悟。不错，内在价值是个难以捉摸的东西，其标准的定义是：一家企业在其存续期内产生的自由现金流的折现值。这个理解起来就麻烦了，不过可以简单地认为，一家企业在短期内利润很少或者没有利润并不是特别重要，如果在它可以存续的时期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内，它可以创造许多的利润，那么它是有价值的。内在价值有两个条件：一是并非指短期内的利润；二是强调的是自由现金流折现值，而非会计意义上的利润。这是本书后面将要另行分析的重要问题，这里不做详述。我们在开始评估一家企业的价值时，不宜从利润层面开始着手，而应该首先抛开利润。这样可以让我们更清楚、更客观地认识一家企业，不至于走入“先入为主”的思维怪圈。再回到我们开茶馆招股的事情上来，如果有投资者看到我们的招股说明书上记录的净利润是-50 000元，如果他特别在意这个数字，可能他接下来看到的所有关于我们茶馆的信息都将是带有负面性的—还有100 000元的负债，净资产只有60 000元！分明是圈钱的黑帮办的公司！如果有这样的投资者，我们有什么办法呢？我们只好自己掏钱买自家股票了。心理因素会使投资者的决策产生很大差异性，同样的一家企业，对同样拥有哈佛MBA的两个投资者来说，可能所持的观点会完全不同。这可能并非来自于他们决策模型的不同，而是来自于心理状态的不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以增量股权收益率判断真实盈利能力

在杜邦分析体系中，我们知道，股权收益率（ROE）=资产收益率（ROA）×权益乘数，而权益乘数=总资产÷股东权益=1÷（1-资产负债率），可见，上市公司管理层可以通过调整资产负债率来提升股权收益率，理论上，在其他同等条件下，资产负债率越高，股权收益率会越高，但随之而来的经营风险也越大，因为采用了更高的杠杆。在实际投资活动中，我们可能会被表面上的股权收益率假象所迷惑，因为管理层可以有很多种方法（比如并购、对外融资等）暂时地提升股权收益率。鉴于此，我们该如何更有效地识别上市公司的股权收益率的真实有效性呢？这时候，我们可以参考另一个衡量指标—增量股权收益率。

何为增量股权收益率？我们先看看其计算方法：增量股权收益率=（年末净利润-年初净利润）÷（年末股东权益-年初股东权益）×100%，从计算方法我们可以看到，所谓增量股权收益率，其实考察的是上市公司增量资产（归属上市公司股东的权益）的收益率，它可以让我们更清楚地看到上市公司的真实盈利能力。增量股权收益率即代表着我们每一次增加投入到上市公司中的1元钱可以在一年内产生的收益。显然，如果增量股权收益率很高，那将非常明显地给投资者带来高回报。

对于投资决策而言，增量股权收益率有何威力呢？让我们先来看一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家A股上市公司广州友谊2005～2010年间的股权收益率及增量股权收益率的情况（见表9-2）。通过比较这两个指标在多年期间的变化情况，我们可以更有效地掌握增量股权收益率的应用技巧。

表9-2 广州友谊2005～2010年的股权收益率及增量股权收益率情况 （%）

项目名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010	均值
股权收益率	12.19	16.45	19.53	23.78	22.95	23.25	19.69
增量股权收益率	54.67	48.33	40.68	35.57	16.13	22.3	36.28

从表中我们可以明显地看到，广州友谊的增量股权收益率明显高于股权收益率，在上述的6个年度中，只有2009年的增量股权收益率低于当年的股权收益率。从6年的均值水平看，增量股权收益率远远超越了股权收益率。这告诉我们什么呢？这等于是说，这6年间，我们作为投资者新增投入到广州友谊的每1元钱都产生了超过原有的收益水平，获得非常好的超额收益。我们新投入的资金没有浪费，而是得到了更高效率的使用。尽管从趋势看，增量股权收益率呈现出下降的趋势，但相对于股权收益率来说，仍高出不少。

广州友谊的股权收益率和增量股权收益率是两条反向的趋势曲线（见图9-1）。

为什么广州友谊2009年度的增量股权收益率会有一个特别明显的下降并且低于股权收益率呢？这主要是当年的资本性支出较多造成的，资本性支出主要表现为对正佳店和南宁店的装修及长期租赁，而这些支出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并没有在当年产生相应的收益，但股东权益却同时增加了。事实上，2009年的增量股权收益率能够达到16.13%，仍旧是一个相当不错的水平。

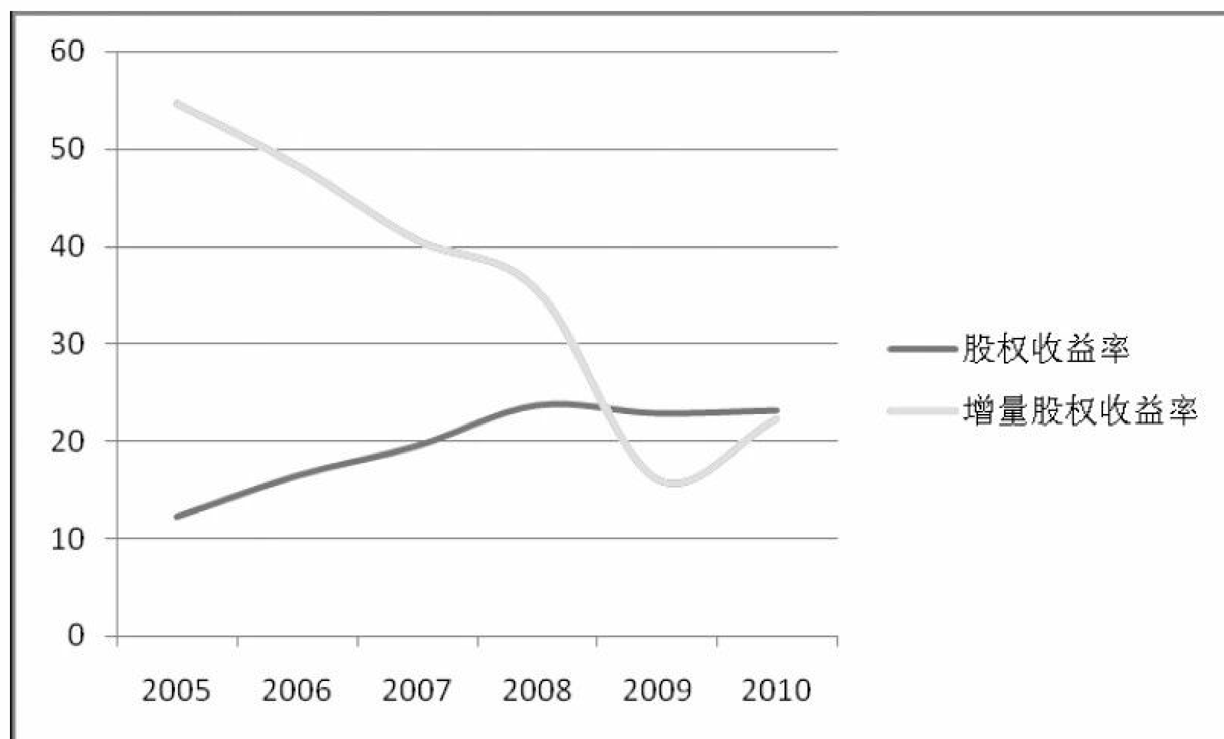


图 9-1 广州友谊股权收益率与增量股权收益率的对比

从广州友谊的多年的股权收益率及增量股权收益率的表现看，其经营是相当稳健而且是一种高质量的成长，虽然其净利润增速并不是那么明显，但是其增量股权收益率却已经让投资者放心了。

如果一家上市公司的增量股权收益率总是低于股权收益率，倒是要认真斟酌了。我们要弄清楚一个问题：到底是什么提升了股权收益率而增量股权却没有得到相应的收益水平？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们先看看另一个行业的一家企业的情况或许就已经很清楚了（见表9-3）。

表9-3　万科2005～2010年股权收益率与增量股权收益率的情况　（%）

项目名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010	均值
股权收益率	19.35	21.02	23.49	13.33	15.37	17.06	18.27
增量股权收益率	21.24	11.12	15.67	−28.73	21.37	25.55	11.04

从万科的股权收益率和增量股权收益率的对比可以发现，两者有一定的差距，有些年度前者高于后者，有些年度前者低于后者。就均值而言，前者大幅高于后者，当然，这主要是由其中特别的年度即2008年的负增长导致的。如果不考虑这个数据，那么，两者之间的差异比较小，总体而言，两者的表现还是相当不错。万科基本上做到了使股东新增加的每1元投入产生了与正常收益率水平相当的回报，这是优秀企业的重要表现之一。

然而，和广州友谊相比，则明显看到了万科在增量股权收益率上的劣势。当然，广州友谊的股东权益绝对数值远比万科的股东权益小，这也是其中的一个重要的原因。有兴趣的读者朋友可以再深入去思考这个问题，这里不再做过多的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不要偏信任何一个财务或估值指标

不宜偏信任何指标。在实际的投资决策中，唯有与上市公司的各种实际情况相结合，财务指标才有更好的指导意义，仅仅以某些财务指标而做出投资决策，是不够明智的。本书前面已经分析过，财务报告通常都含有或多或少的水分。这意味着我们不能偏信某些财务指标，否则可能犯下大错误。“偏信则暗”，这是我国古代的为君之道，在投资活动中也常常如此。当我们对一家上市公司的各方面情况都有充分的了解后，我们才有发言权，而不是仅仅依靠几个人云亦云的财务指标（比如每股收益、股权收益率、毛利率、现金流等）。事实上，财务报告有一个非常大的缺点，它反映的是过去的事实，而且是以静态的方式来反映，只有透过财务报告的数字，并且深入公司经营层面的各种实际状况，才能更准确地判断公司的实际价值。

实际中，有些投资者满以为可以拿着几个核心财务指标“一棒子打过去”。我们以为，这是一种形而上学的思维。

以股权收益率这个指标来说，如果我们非常偏信它，那么，可能会错失不少牛股或者买错许多所谓的牛股。

有些管理层，可以通过处理资产的方式提高股权收益率；也有些管理层，会通过激进的资本化支出而降低股权收益率；还有些管理层，会通过各种融资杠杆或经营杠杆提升股权收益率。很多时候，我们都要对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股权收益率进行更细致的分析，我们应当清楚一件事：到底是什么因素使得公司的股权收益率明显超越行业平均水平或是明显低于行业平均水平？要清楚这件事情，我们不宜只是通过财务指标，我们更应该深入到商业现实中进行考察、鉴别各种相关的情况。

又比如毛利率。在同行业中，有些上市公司的毛利率比较高，有些则比较低，这同样要弄清楚：为什么生产和销售似乎同样的产品，毛利率却不相同？是因为管理层对费用成本控制得好？还是因为公司的产品的性能更优越以至于可以通过更高的价格出售？或是因为公司的采购策略更为明智？这些都应当弄清楚。并不是说，看到毛利率高的，就认为是优秀企业；看到毛利率低的，就认为是不优秀的，那是非常片面的。尤其是在不同的行业之间，毛利率会有极大的差异。比如，零售行业的毛利率普遍都低于制造业，尤其是低于酒类、药品类等行业。而且，即便是同为酒类生产企业，白酒、红酒、啤酒和黄酒也存在不小的毛利差别，白酒与红酒的毛利率明显高于啤酒和黄酒。在药品企业中也是如此，不同品种的药品，它们的毛利率也有很明显的差异，一些无专利保护的非处方药，毛利率通常会低于一些受专利保护的药品，因为专利药品的科技含量更高，容易以更高的价格销售。

再比如每股收益，虽然指标很重要。但在实际的投资活动中，往往容易受不断拆分的股本所影响，我们经常会看到一些企业的净利润快速增长而每股收益却止步不前的现象，这并不代表持有它的股东的收益没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有增长。

事实上，每股收益这个指标只适合于那些长期以来不进行送转股的公司。因为送转股后，原来持有股票的股东的股份数量是增加了，虽然公司的总股本增加了，但原有股东的股份占有比例并没有改变。因此，当公司的整体利润增长时，原有股东完全可以获得相应收益，相当于每股收益的增长。

用每股收益衡量上市公司的时候，切忌不问青红皂白地进行每股收益的对比，在很多时候，每股收益都会失去实际的对比意义。比如，有些个人投资者喜欢拿茅台的每股收益和招商银行的每股收益来对比，这根本就是不相关的对比，没有什么投资决策意义。

每股收益这个指标要真正地得到有效的应用，只有做复权处理，或者只针对那些长期都没有进行送转股的稳定增长的公司才具有简洁有效的可比性，也可以由此而看到股东所能取得的收益变化的某种趋势。

以红酒中的张裕为例，我们对它的连续多年的每股收益进行一个统计，就能发现这家上市公司对于持有它的股东而言意味着什么（见表9-4）。

表9-4　张裕A的每股收益数据

项目名称	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
每股收益（元）	0.84	1.21	1.70	2.14	2.72

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为在2006～2010年间，张裕A没有进行过送转股，总股本没有由此而增加，这样，其每股收益就有很好的比较意义，从表中数据可以看出，张裕A在5年时间里的每股收益是递增的，增长速度的均值大约在37%的高速水平，这几乎不会有太大的悬念，在2006年持有张裕A的股东一直持有至2010年，可以轻松地实现30%以上的复合增长回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十章　识别上市公司财务特性的技巧

识别上市公司财务特性是对其竞争优势的进一步确认。通常，竞争优势明显的上市公司其财务特性也会表现得相当出色，当然，暂时的财务特性并不足以反映竞争优势特征。识别财务特性的方法主要是看财务比率及各种比率的组合，而且要在此基础上进一步核实其现金流，洞察现金流背后的商业本质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比率完美性是识别财务“猫腻”的关键

很多个人投资者面对上市公司财务报表时一脸茫然，不知从何着手分析，其实财务报表本身并不是太复杂，财务报表里用到的数学知识只要有高中毕业的文化程度就已经够了。之所以很多人都对财务报表存在恐惧的潜意识，在于没有理解财务报表分析的关键—比率。比率对于财务报表分析来说，相当于刀与乱麻的关系。一团乱麻让我们看得晕乎乎的，那就赶紧拿起比率这把刀来，来一个“快刀斩乱麻”。

事实上，有时候，我们只需要动用几个关键的财务比率就可以发现财务报表里的“猫腻”，有些比较复杂的藏得更深一些的“猫腻”则需要通过更多的比率和连续多年的财务数字对比才能找到其蛛丝马迹。

现在开始我们的“财务比率之旅”，让我们拿起快刀，理清一团乱麻的财务报表。

先拿起第一把刀：销售收现比率。销售收现比率=销售商品及提供劳务收到的现金÷营业收入。这个比率能起到什么作用呢？它主要是分析了收入的质量。我们知道，利润表中的营业收入，并不代表全部的现金流入，有些营业收入包括了不少“应收账款”，这些“应收账款”使得公司并没有收到相应的现金。因此，当我们以现金流量表中的“销售商品、提供劳务收到的现金”这一项和利润表中的“营业收入”一项进行比较时，我们就能很容易判断：公司的销售活动中，有多少是回收到现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的。从理论上说，销售收现比率越高，则代表公司在销售活动中产生现金的能力越强，也在一定程度上代表了公司产品或服务受到市场欢迎的程度。一般经验表明：销售收现比率值应该是大于1。

第二把刀：收益现金比。收益现金比=经营现金净流量÷净利润。这个比率与销售收现比率类似，是用现金流量表中的“经营性现金流量净额÷净利润”得来的。与销售收现比率不同的是，收益现金比衡量的是公司净利润中的现金流含量，是对公司最终盈利质量的一种确认。

第三把刀：存货周期率。存货周期率=营业收入÷存货平均余额。其中，营业收入这一项在财务报表的利润表有直接的数据，存货平均余额则是用年初存货与年末存货的均值。存货周转率在很多行业都是一个非常重要的比率，它直接反映了公司的销售对库存的清理能力，是运营效率的重要指标。通常来说，存货周转率越高越好，至于低到什么程度可以容忍，则需要针对特定行业来判断，而且也只能是一个经验值。有些行业的存货周转率低一些并不意味着它们的运营效率是低下的，比如一些纯粹资源型的行业，可能管理层会根据大宗商品的价格走势而加大存货量，从而导致存货周转率降低，但很多时候这并不意味着公司的运营出现了问题，这主要是由运营策略影响而导致的。

以上所述的3个比率只是财务分析比率中很小的一部分，财务比率非常多，有能力的投资者甚至可以自己摸索出一些有效的比率，只要自己明白那代表着什么意义就可以了。当然，当我们还无足够的能力发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

新的有效率的财务分析比率时，拿前人通过很多经验总结出来的比率来学习，不失为明智之举。

下面，我们将一些重要的、经常被使用的财务分析比率整理出来，供个人投资者参考使用（见表10-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表10-1　一些常见并且有效的财务识别比率

比率名称	计算方法	投资决策意义及注意事项
销售收现比	销售收现比率=销售商品及提供劳务收到的现金÷营业收入	可以帮助判断上市公司的盈利质量。通常比率值应大于1
收益现金比	收益现金比=经营现金净流量÷净利润	可以帮助判断上市公司的盈利质量
折旧现金流比	折旧现金流比=折旧÷经营现金净流量	充分的折旧意味着上市公司将有充足的财务弹性以改善现金流状况
存货周转率	存货周转率=营业收入÷存货平均余额	可以帮助判断上市公司的运营效率或者说代表着公司以销售清理库存的能力
应收账款周转率	应收账款周转率=营业收入÷应收账款平均余额 改进式：应收账款周转率=应收账款回收额÷应收账款平均余额，其中：应收账款回收额=应收账款期初余额+主营业务收入净额－应收账款期末余额	营业收入本身并不代表收取了相应的现金，况且，年初与年末的应收账款平均余额也并不代表实际的应收账款水平，所以，这是一个有待改进的计算方法
固定资产周转率	固定资产周转率=营业收入÷固定资产	衡量的是公司的销售能力对于厂房、生产设备等固定资产的置换能力。很明显，固定资产周转率越高，代表其置换能力越强
总资产周转率	总资产周转率=营业收入÷总资产平均余额	代表了公司的销售能力对于全部资产的重新置换的能力。比率值越高代表置换能力越强，公司的运营效率好
资产负债率	资产负债率=负债总额÷资产总额	资产负债率是反映上市公司财务杠杆的重要比率，一般而言，此比率越高，代表潜在风险越大。但是，必须分清楚负债的结构，即有息负债与经营活动中无息的流动负债的区别
有息负债率	有息负债率=有息负债总额÷资产总额，其中：有息负债总额=短期借款+长期借款+应付债券	为了使资产负债率更能够准确地反映上市公司的财务杠杆及实际潜在风险，有息负债率与资产负债率相比，更贴切一些
权益负债率	权益负债率=负债总额÷股东权益	反映股东权益与负债之间的关系
息税前利息保障倍数	息税前利息保障倍数=息税前利润÷利息费用	利息保障倍数越高，则意味着公司的业务盈利足以支付有息负债的利息费用，代表了较强的债务偿还能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

比率名称	计算方法	投资决策意义及注意事项
权益长期负债率	权益长期负债率=长期负债÷股东权益	反映长期负债与股东权益之间的关系
流动比率	流动比率=流动资产÷流动负债	流动比率反映的是流动资产能否抵消流动负债的清偿
速动比率	速动比率=速动资产÷流动负债，其中：速动资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收账款+其他应收账款	速动比率更能准确地反映偿还债务的能力。对于经营业务风险很大的公司而言，这是一个关键比率
现金流与流动负债比率	现金流与流动负债比率=经营现金净流量÷流动负债	现金流与流动负债的比较，相对于用各种收益与流动负债比较而言，更能反映上市公司的实际偿付能力
毛利率	毛利率=（主营业务收入—主营业务成本）÷主营业务收入	毛利率高的业务通常会有较高的净利润率，在同等资产周转率的条件下盈利能力更强
营业利润率	营业利润率=营业利润÷营业收入	可以有效反映上市公司的经营管理效率、表现管理层对各种费用的控制能力
税前利润率	税前利润率=利润总额÷营业收入	在不考虑所得税费用的情况下，可能更能够反映上市公司主营业务创造财富的能力
净利润率	净利润率=净利润÷营业收入	与营业利润率一样反映管理层的经营能力
总资产收益率（ROA）	ROA=净利润÷总资产平均余额，其中：总资产平均余额等于年末总资产与年初总资产的均值	反映的是全部资产的收益率水平，无论是负债还是股东权益均加在其中
股权收益率（ROE）	ROE=净利润÷股东权益	反映的是股东权益资产的收益率水平，是衡量盈利能力的核心指标
投资资本收益率（ROIC）	ROIC=NOPAT/IC，其中NOPAT为税后净营业利润，IC为投资资本	ROIC相比ROE的好处是剔除了财务杠杆的影响

表10-1中所整理的财务比率，有些反映盈利质量，有些反映经营效率，有些反映资产风险程度。上述比率还只是众多财务比率中的一部分，我们仍旧可以在掌握以上财务比率的基础上再学习和发现新的财务比率，找到一个合适的强有力的比率工具，可以使我们的财务分析工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

变得更简单、更有效率。

在应用财务比率进行财务分析时，有些问题需要在这里提醒投资者。我们所做的比率分析其实在很大程度上是针对相同业务的上市公司而言的，只有业务性质非常接近的两家公司，采取相同的比率工具进行对比分析才具有实质性的决策帮助意义。很显然，我们不能拿茅台、五粮液的毛利率和广州友谊、王府井的毛利率相比较，这是完全没有比较意义的。另外，投资者更应当注重应用各种比率工具对上市公司进行纵向的比较。我们都知道，巴菲特喜欢读一家公司几年前甚至十几年前的年报，这是为什么呢？他想要的就是对比，通过多年连续的纵向对比，我们能够发现很多那些因为懒惰而不做这项苦差事的投资者不能发现的问题，或许很多投资机会就蕴藏在其中的纵向对比探寻中。功夫不负有心人，努力付出，总会有回报。

另外需要说明的一点是，并非所有的重要比率工具对于一家上市公司而言都是重要的，有些比率工具的重要性只适合于某些性质的行业和公司，并不具有普遍适用性。比如，同样是毛利率这个比率工具，对于消费品牌型公司而言会比较重要，而对于更强调资产周转率的零售行业的公司而言，则可能并不那么重要。世界上许多优秀的零售企业都是低毛利率的，这正是我们俗话所说的“薄利多销”，零售企业通常是通过更高的资产周转率获得了不亚于那些毛利率更高行业的股权收益率。

如果把各种财务比率工具看成是发动机、车轮、方向盘等，那么，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当我们把这些关键部件组合在一起的时候，就可以建造我们自己的汽车了。组合不是专利发明，但却是一种不可忽视的创新，当我们把适用于某种类型上市公司的关键财务比率组合在一起的时候，它们就可以产生强大的分析威力—不亚于我们拥有了一辆超性能的跑车，我们可以自由地驾驶着它在财务报告的世界里尽情地“兜风”了。

最后，为了证明财务比率工具的组合威力，我们设定了广州友谊这家上市公司的一个财务分析比率工具的组合（见表10-2）。通过比率组合的方式，我们发现：广州友谊是一家什么样的公司，似乎已经是无须再多做其他的文字陈述了。

表10-2　选取的广州友谊3年的一组财务比率指标

项目名称	2008年	2009年	2010年
有息负债率（%）	0	0	0
存货周转率	25.40	25.40	25.56
总资产周转率	1.42	1.40	1.39
税前利润率（%）	13.02	12.83	12.14
股权收益率（%）	23.78	22.95	23.25
销售收现比率	1.19	1.19	1.16

从表10-2，或许我们已经对第一行的有息负债率有些感兴趣了，广州友谊没有需要支付利息的债务，其财务状况极其健康安全。再看存货周转率，平稳得不起一丝风浪，接下来的总资产周转率也是“波澜不惊”，略有下降趋势，仍处于安全值区间。税前利润率达到略强于12%的水平，略微有下降的趋势，但差异不到一个百分点，整体上仍显得非常平稳。股权收益率3年均超过22%的水平，盈利能力很强大。再看看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

销售现金比率，全都是大于1的比值，可见其盈利质量也是较高的，强大的盈利能力里没有什么水分。

一句话：比率只是一个配件，把合适的配件组合起来，就可以成为实用的强大投资分析工具了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看懂资本结构：不要被高负债率吓倒了

不少个人投资者经常有这样的表现：吓人呀，这么高的负债率！要破产了吧！

其实，高负债率并不总是坏事，不必太过担心。尤其是对于那些因为经营性负债比例较高的上市公司而言，高负债在某种程度上代表着其竞争优势，而不是风险。面对一些资产负债率“看起来很高”的公司，我们需要进一步分析其资本结构，通过对资本结构的分析，我们可以洞察负债的影响力，甚至进而提早发现公司的竞争能力，先于一步发现就意味着我们拥有了更多的投资取胜机会。

什么是资本结构？简单点说，就是资产和负债的关系。有些上市公司，股东权益远远超过负债，而有些则正好相反，负债远远超过股东权益。理论上对于任何一家公司而言，都存在一个最优的资本结构关系值，只是这个值不容易把握，对于大部分个人投资者而言，要正确评估一家上市公司的资本结构是否处于一个最佳状态，是过高的要求。我们只需要识别资本结构的主要内容及形成的原因就已经很好了。

为了让读者朋友更容易理解资本结构对于投资决策的意义，我们在这里列举了几个家电产品制造巨头的简要资本结构清单，可以从中学习到很多有关于资本结构的知识。确切地说，只有当我们完全科学地认识了资本结构的问题后，我们才有可能真正了解一家上市公司，否则可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

都只是“纸上谈兵”。

从表10-3中，我们可以很清楚地看到，格力电器的资产负债率是3家公司中最高的，而且也似乎超出我们的传统观念值。我们一般会认为，如果我们手里有100万，那么，我们最多可以借别人100万，那么，我们的资产负债率是50%，这或许是我们通常可以认同的比率。

表10-3　国内家电3家厂商2010年的资本结构比率及股权收益率对比

项目名称	格力电器	美的电器	青岛海尔
资产负债率	78.64%	61.04%	67.25%
权益乘数，权益乘数=1÷（1−资产负债率）	4.68	2.57	3.05
股权收益率	32.14%	25.35%	28.98%
资产收益率	6.87%	9.88%	9.50%

格力电器为何敢于如此大胆地采用超越了传统负债率的水平来经营呢？而且，美的电器和青岛海尔也是在负债率上毫不示弱，这里面有何门道呢？

要弄清楚3家厂商高负债率的问题，我们需要回到其商业模式中。我们知道，电器的制造需要很多的零配件，而电器制造商在进行零配件采购的时候，和供应商之间经常有一个支付货款期限，短则数月，长则一年。于是，格力电器、美的电器和青岛海尔都采用了类似的方法，即利用采购付货款期的“真空期”，尽量在这个阶段生产并销售最多的电器产品，从而可以无利息地占供应商的货款为自己所用，同时他们又让经销商先行支付部分的货款，这有点像“空手套白狼”的手法。我们或许有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

疑问：这样做生意可靠吗？当然可靠，事实上，我们大可不必为格力电器、美的电器和青岛海尔的高负债率的现象而烦恼，我们反而应当“有点窃喜”。为什么呢？因为我们知道了一个事实：他们的高负债率的现象其实并不是真实的！

负债率也有假的，或者严谨地说，是有很多水分的负债率。这些水分就是财务报表中的“应付账款”、“应付票据”和“预收账款”。

我们再来看看格力电器、美的电器和青岛海尔3家电厂商的应付和预收款占总负债的比率就可以看出其水分了，他们“空手套白狼”的经营之道也就大白于天下了（见表10-4）。

表10-4　3家家电厂商2010年应付账款和预收账款的情况

项目名称	格力电器	美的电器	青岛海尔
应付账款（元）	13 794 914 414.17	11 023 051 000.19	6 399 534 654.84
应付票据（元）	8 944 563 957.38	5 699 506 000.26	4 437 085 684.49
预收账款（元）	12 006 210 896.84	1 793 679 000.54	1 912 291 687.15
负债总额（元）	51 592 669 903.95	25 671 340 000.68	19 778 368 760.58
应付和预收与总负债的比率（%）	67.35	72.13	64.46

应付账款、应付票据和预收账款都是记在负债里的科目，可是，这些都是无须支付利息费用的经营性负债，这些负债占据了3家家电厂商负债总额的大部分。如果剔除这些部分负债，3家家电厂商的实际有息负债率大概要下降超过一半，也就回到了资产负债率低于50%的相对安全值范围内了。有兴趣的读者朋友可以直接计算3家家电厂商的有息负债率，可以更直观地反映出其实际负债水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总之，对于资本结构而言，我们需要认识到资本结构里的负债有哪些科目内容？被分析的公司的负债又由哪些科目内容组成，支撑其负债的商业模式是怎么样的，然后，我们可以再看资本结构中的股东权益所包括的一些科目，具体到资产的类别属性（比如现金、不动产等），这样我们基本上就可以弄清楚一家上市公司的资本结构的内容了，也可以说我们由此而入门了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

统一百分比：财务分析的有力工具

应当说，在前面所强调的对财务报表的各种比率的重视，尤其是对比率完美性的分析，都还只是停留在两个不同指标之间的比较，缺乏以统一的标准来衡量财务经营表现，这是重要的不足之处。接下来，我们的任务就是通过以统一的标准来度量所有关键的财务指标甚至全部的财务指标。

例如，当我们把利润表中的“营业收入”作为统一标准时，其他各个利润项都会和它产生一定比例的百分比关系。由此，我们可以很轻松地发现所有的利润项科目在不同年度之间的变化，可以对相关年度的经营状况做出一个初步的整体性认识，这是我们获得对一家上市公司基本面认识的非常有力的分析工具。更有益的是，当我们用同样的百分比分析方法来分析主营业务性质类似的上市公司时，我们可以通过百分比的相关数据，看到两家上市公司基本面之间的重要区别。

百分比分析方法可以灵活地在资产负债表、利润表和现金流量表中应用，一般而言，我们在资产负债表中的应用是以“总资产”为百分比的标准项，在利润表中的应用则以“营业收入”为百分比标准项，而在现金流量表中的应用则以“销售商品、提供劳务收到的现金”为百分比标准项。

为什么百分比分析方法是有效的呢？因为通常来说，一家上市公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的财务结构是相对稳定的，每个财务科目之间的关系是相对稳定的。例如，在利润表中，营业利润与营业收入的比例关系通常不会产生很大的变化。又或者，在资产负债表中，存货占总资产的比例关系也会相对平稳，如果不平稳，则恰恰是我们需要分析的问题。

接下来我们应用百分比分析方法对云南白药这家上市公司进行一个跨年度的分析（见表10-5）。

表10-5　云南白药2006～2010年5年的利润表主要项目与营业收入的百分比（%）

项目	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
营业收入	100	100	100	100	100
营业成本	71.03	69.01	69.16	69.65	69.52
营业税金及附加	0.56	0.57	0.54	0.52	0.78
销售费用	12.79	15.00	17.18	17.25	16.90
管理费用	5.12	3.96	3.28	3.33	2.51
财务费用	0.05	0.11	0.03	−0.42	−0.15
投资收益	0.02	0.06	0.10	0.06	0.08
营业利润	10.53	9.56	9.24	9.65	10.35
营业外收入	0.02	0.13	0.53	0.23	0.07
营业外支出	0.05	0.04	0.07	0.04	0.10
利润总额	10.53	9.65	9.70	9.84	10.32
所得税费用	1.67	1.43	1.60	1.34	1.13
净利润	8.64	8.18	8.13	8.42	9.19

从云南白药5年间的利润数据百分比表现来看，其财务结构是相当稳定的，营业成本占营业收入的百分比基本稳定在69%的水平线之上，即可以推断其主营业务的销售毛利率是相当稳定的。另外，从销售费用的百分比数据来看，其销售费用略微表现出上升的趋势，尤其是从2006年至2008年，销售费用率上升表现得很明显，这当然也是与其销售规模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有一定的关系，毕竟销售规模尤其是新产品（比如其日化系列新产品）的推广费用是会相对提升的。从2008年至2010年这3年的销售费用率则相当平稳，基本在16%的水平线左右。从表10-5也可以看出，云南白药多年来的财务实力也是相当雄厚的，其财务费用在5年中，有3年都是负数，即其利息收入反而超过了其极低的有息负债费用，而且，整体上财务费用率也是极低，最高的2008年，其财务费用也仅仅是其营业收入的0.03%，5年平均值是-0.001%，足见其财务实力雄厚并且在经营中几乎没有使用有息财务杠杆，联想到云南白药多年来超过20%的股权收益率，我们不得不承认，这是一家相当优秀的上市公司。另外，其营业外收支占比也是极低，投资收益的占比也极低，这说明其主业盈利相当突出，其收入来源绝大部分来自于主营业务。

表10-6 同仁堂2006～2010年5年的利润表主要项目与营业收入的百分比 （%）

项目	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
营业收入	100	100	100	100	100
营业成本	59.62	59.69	58.58	56.01	54.59
营业税金及附加	1.54	1.22	1.16	1.26	1.24
销售费用	16.35	16.46	17.26	19.54	19.99
管理费用	10.54	8.08	8.26	7.88	8.10
财务费用	0.26	0.38	0.16	−0.06	−0.17
投资收益	0.05	0.10	0.06	0.21	0.19
营业利润	12.14	13.57	13.89	13.95	14.45
营业外收入	0.04	0.47	0.30	0.25	0.34
营业外支出	0.14	0.11	0.04	0.04	0.10
利润总额	12.09	13.93	14.15	14.16	14.69
所得税费用	2.38	2.37	2.22	2.22	2.37
净利润	6.51	8.62	8.81	8.79	8.97

通过表10-6这张同仁堂的利润表百分比统计数据来看，对比云南白

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

药，同仁堂在营业成本上有优势，其主营业务的综合毛利率是高于云南白药的，云南白药的营业成本占营业收入的比率在69%水平线，而同仁堂的则维持在58%左右的水平线上，两者综合业务的销售毛利率是相差很明显的。然而，在管理费用的控制上，同仁堂则远远逊色于云南白药。

同仁堂的管理费用占营业收入的比率超过8%的水平，而同期的云南白药则不足4%，前者是后者的2倍（见图10-1）。

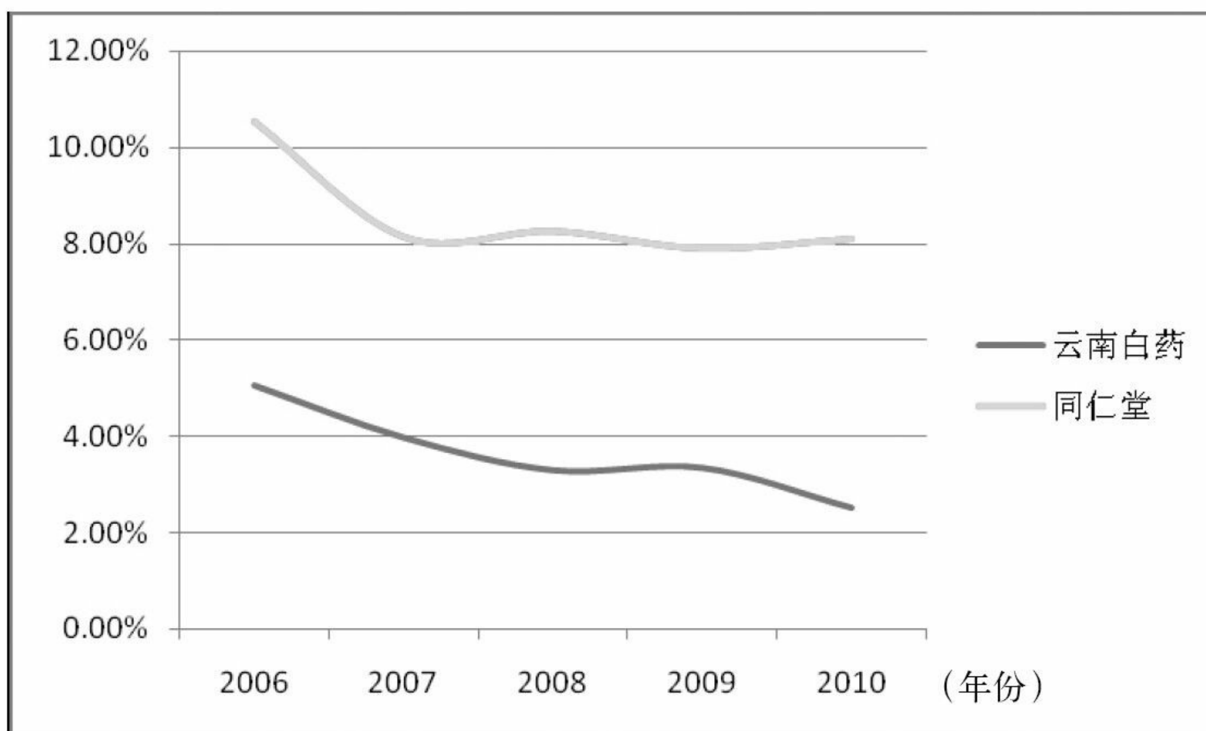


图　10-1　云南白药与同仁堂的管理费用率对比

再联想到两者的营业收入规模，我们发现，同仁堂在管理费用上的控制确实存在很多不足，其营业收入规模远小于云南白药，而其管理费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

用率却反而是云南白药的2倍，这是很不正常的。通过多年来管理费用率的对比，可以看到这两家著名中成药企业在管理绩效水平上是存在明显差异的。从财务实力来看，同仁堂的财力也很强，但从财务费用的占比率高于云南白药来看，财力较后者弱一点。并且，同仁堂营业外收入、投资收益的占比也都高于云南白药，说明其主业经营虽然突出，但仍比云南白药要弱一些（见图10-2）。

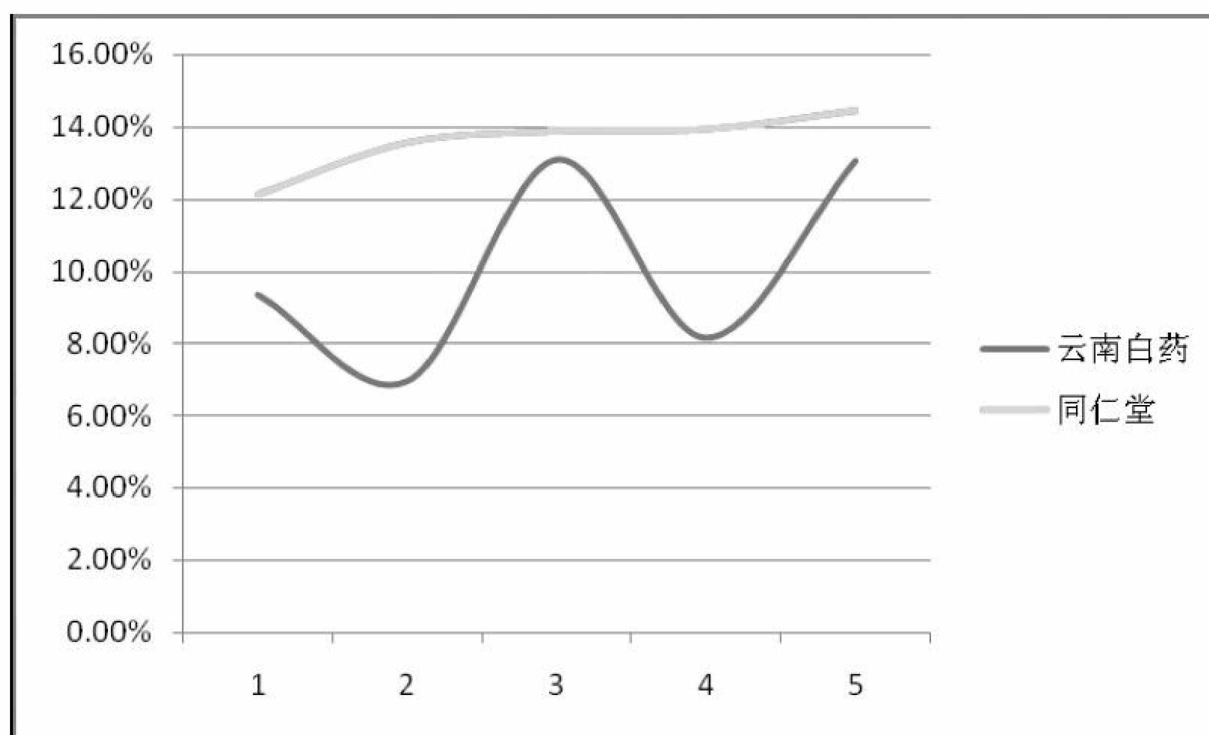


图　10-2　云南白药与同仁堂的营业毛利率对比

然而，值得注意的是，同仁堂的营业成本明显低于云南白药，而且其营业利润和税前利润总额占营业收入的比率也都明显强于云南白药。这说明，从主营业务本身来看，同仁堂的主营业务毛利率、税前利润率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能力整体上强于云南白药（见图10-3）。

通过检查股权收益率指标，我们发现，多年来，同仁堂的股权收益率都明显低于云南白药，前者多年维持在10%以内，而后者大部分年度超过20%。归根结底，这说明了两者的经营效率有很大的差别，同仁堂的管理绩效有待加强，应大力提升资产的周转性能和适当地使用无息的财务杠杆，从而提升股权收益率水平。

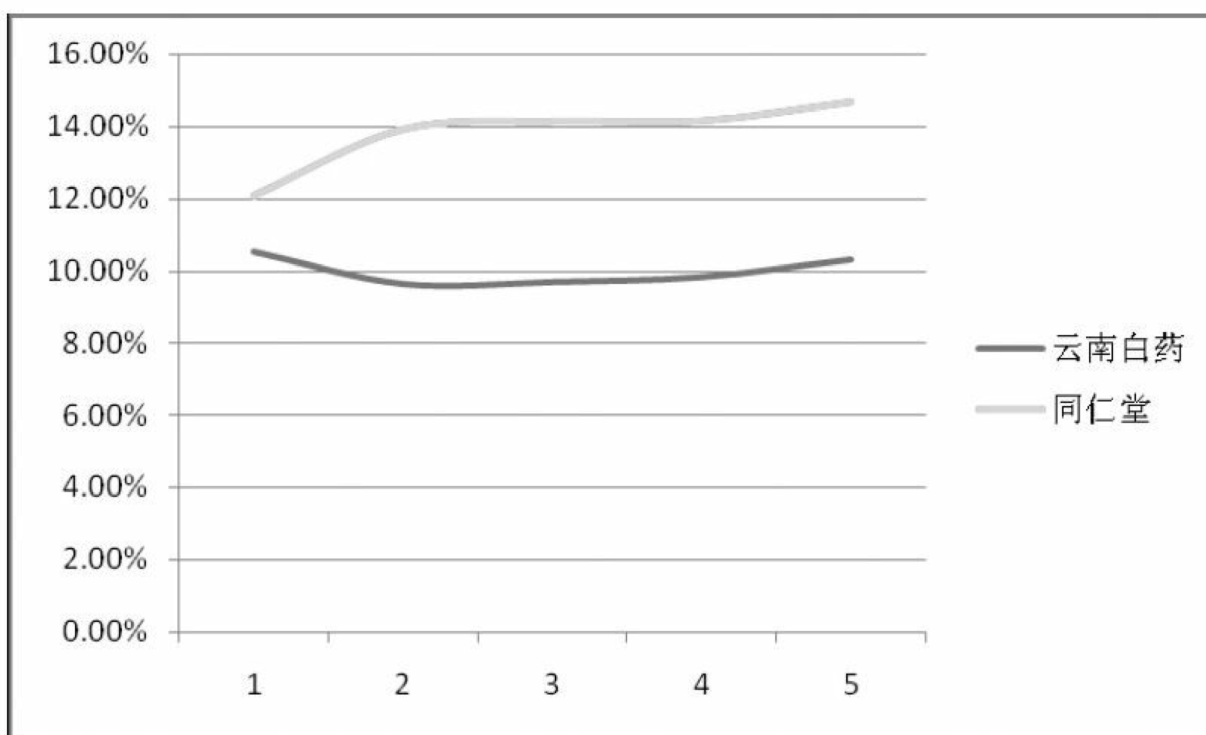


图 10-3 云南白药与同仁堂税前利润率对比

通过百分比的分析，我们看到了两家百年著名老字号医药企业的区别，整体上说，两家企业的经营都相当稳健，也通过对比发现了同仁堂的不足之处。可见，如果我们在财务分析上能够多花一些精力，进行类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

似的百分比分析，是相当有益处的。百分比方法的应用是相当广泛的，可以在很多的财务数据上使用，可以分别在资产负债表、利润表及现金流量表中应用，也可以在不同报表之间横向应用，只要建立了统一的可比性标准项，理论上任何财务数据都可以采用百分比的方法进行对比分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

周转性与杠杆合力形成财富创造效应

如前所述，缘何同仁堂的主营业务毛利率和税前利润率都优于云南白药，并且净利润率也不逊色于云南白药，但是其多年来的股权收益率—我们衡量财富创造能力的核心指标却远远不及云南白药呢？

要回答这个问题，我们就要将本书前面已经介绍过的股权收益率再进行深入地解剖，才能发现其中的奥妙。

我们知道，股权收益率（ROE）是净利润与股东权益的比率。事实上，在杜邦分析体系中，我们会发现，ROE实质上是由销售净利率、总资产周转率及财务杠杆3个指标在推动的，

$$\begin{aligned}ROE&=销售净利率\times总资产周转率\times财务杠杆\\&=\frac{净利润}{营业收入}\times\frac{营业收入}{总资产}\times\frac{1}{\left(1-\dfrac{总负债}{总资产}\right)}\end{aligned}$$

很显然，当企业通过加强管理、营销，提升营业收入并且适当地增加负债额度的时候，是可以明显提升ROE水平的。

明白了ROE的具体关联后，我们再来分析云南白药和同仁堂，就可以很明显地看到同仁堂多年来ROE不及云南白药的问题所在了（见表10-7、表10-8）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表10-7 云南白药ROE关联指标数据

项目	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
总资产（元）	2 191 371 489.19	2 863 159 837.33	4 937 169 577.56	6 005 348 659.55	7 633 056 302.81
营业收入（元）	3 200 335 513.85	4 115 716 899.30	5 723 198 667.65	7 171 784 043.63	10 075 437 834.26
净利润（元）	276 395 341.09	336 790 481.07	465 420 155.48	603 719 565.80	926 168 580.36
总负债（元）	1 044 925 408.65	1 438 387 218.01	1 750 533 138.89	2 375 473 767.02	3 218 487 233.03
财务杠杆	1.91	2.01	1.55	1.65	1.73
总资产周转率	1.46	1.44	1.16	1.19	1.32
销售净利率	8.64%	8.18%	8.13%	8.42%	9.19%
ROE	24.11%	23.64%	14.61%	16.63%	20.98%

表10-8 同仁堂ROE关联指标数据

项目	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
总资产（元）	3 815 658 561.60	4 194 676 558.16	4 550 072 456.13	4 922 265 936.42	5 489 318 191.20
营业收入（元）	2 396 505 176.26	2 702 850 939.13	2 939 049 511.33	3 250 219 884.27	3 824 446 141.96
净利润（元）	156 021 181.88	232 891 142.55	258 946 471.84	285 610 659.98	343 233 607.45
总负债（元）	28 249 891.11	814 329 930.71	872 085 332.84	1 009 311 789.15	1 268 037 014.55
财务杠杆	1.01	1.24	1.24	1.26	1.30
总资产周转率	0.63	0.64	0.65	0.66	0.70
销售净利率	6.51%	8.62%	8.81%	8.79%	8.97%
ROE	4.12%	6.89%	7.04%	7.30%	8.13%

同仁堂的总资产周转率远不如云南白药，说明其运营绩效低。同时，同仁堂的财务杠杆也远低于云南白药，这说明它的经营风险理论上比云南白药小。但是，因为总资产周转率、财务杠杆都是ROE的正向函数，所以，虽然销售净利率水平没什么差异，然而两者的ROE差别相当大。

同仁堂多年来ROE远远低于云南白药的事实告诉了投资者什么呢？我们认为，至少有3个问题需要引起注意。

一是不宜太强调毛利率的高低，并非毛利率高就可以有高的ROE，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本市场中有不少高毛利率的上市公司，但它们均没有获得高ROE，这与它们的资产周转率极低有很大的关系。试想，假如我们有感冒药丸，我们非得要毛利率达到80%不卖，可是，这样一来，原本每天可以卖100粒的，却减少到每天只能卖出10粒，这样的生意如何做得下去？这就是有价无市。零售行业的毛利率很低，可是不少零售类的上市公司的ROE挺高，其实这就是我们通常所说的“薄利多销”带来的效果。

二是应追寻那些将精力花在提升资产周转率的管理层所领导的上市公司，这样的上市公司相比那些守着“死气沉沉”的高毛利不作为的上市公司有更好的前景。那些总是追求高毛利而不追求高销售量的上市公司，常常会倒在高毛利脚下。《吕氏春秋》中说“流水不腐，户枢不蠹，动也”，可谓是形象生动地说明了资产周转率的至关重要性。

三是不要忘记财务杠杆推高ROE所带来的风险。当然，财务杠杆形成的原因更重要，有些财务杠杆看似较高，比如苏宁电器、格力电器等，但其实质并非是融资性杠杆，而是一种信用杠杆，这在本书前面的分析中有详细论述，请参考。对于云南白药来说，其财务杠杆明显高于同仁堂，但是其负债主要是无息的流动负债，长期负债极少。可见，其运用的主要也是信用性质的财务杠杆，并不足虑。我们要警惕的财务杠杆风险的重点是那种大量应用有息负债的上市公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很难被会计师掩盖的事实：现金流量

我们通常所说的“净利润”是会计术语，是一种基于权责发生制的会计处理后的一个结果，具有相当大的“可调整性”，其会计处理的水分不能不引起投资者的注意。

我们以一个极简单的生活中的事例来形象说明“净利润”的本质。比如，我们开一家现场制作豆浆销售的小店铺。我们需要租一个铺位（花费50 000元的转手费），买两个豆浆机（花费2 000元），再进一些黄豆（花费500元），一个月下来，所有黄豆制作的豆浆都售卖完了，我们收到了10 000元的卖豆浆的钱，同时水电费和租金加在一起是交了6 000元。请问，这时候我们的“净利润”是多少呢？如果不从会计做账的角度看，通常我们会认为，这时候我们的“净利润”是收入减去全部的费用，即10 000-50 000-2 000-500-6 000=-48 500元，够吓人吧，我们亏损了好几万元。但是，我们会有一个疑问：我们质疑将店铺的一次转手费50 000元作为一次性费用扣除的行为。因为我们知道，这50 000元的店铺转手费以后是可以转回来的，当我们不做制作豆浆销售的生意时，可以将店铺转给其他经营者，通常其他的经营者也避免不了要交50 000元或者更多的转手费。而且，实际上这笔费用只是暂时我们付出的，我们从这笔付出中享受到的是未来多年的使用店铺的权利。我们的这种疑问是没有错的，这也正是会计做账时要考虑的问题，通常情况下，这笔50 000元的转手费将会被分摊至10～15年内进行“摊销”处理，如果按15年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来分摊这笔费用，则每年需要分摊的数额大约是3 333元，而每月的分摊大约是278元。另外，我们买两个豆浆机产生的2 000元费用也是这样的，因为豆浆机不是一次性使用的，是可以长期使用的，同样我们要将这2 000元的“固定资产”进行折旧，我们估计豆浆机可以正常使用4年，那么，每年我们需要分摊的这笔费用是500元，而每月只需要分摊大约42元。

通过上面的分析，我们已经知道：如果按照会计师的思想和做法，我们并不会是亏损几万元的，简单的计算可以知道，我们每月的“净利润”大约是：10 000-278-42-500-6 000=3 180元，这就是会计利润。我们在上市公司年报中看到的所谓“净利润”差不多也是这样调整出来的。在这里，聪明的读者会发现，这样的“净利润”是明显可以调整的，因为当我们将50 000元的转手费用分为10年摊销处理时，最后得到的“净利润”会比3 180元要少，而如果按20年分摊，那最后的“净利润”又会多出许多来，我们之所以说会计利润是可调整的，这也是重要的表现之一。

然而，我们首次估计我们的“净利润”是亏损的，这是为何呢？那是因为我们采用了完全不同的方法—我们把只要是支出的费用都当成是当前的成本，而只要是收入的钱，都当成是收入，这实际上是在记录我们的现金流量，而不是计算“净利润”。所谓现金流量，简单点可以这么认为：就是关于当期收到的现金和付出的现金的一个记录。我们当期收到的现金就是10 000元，而支出的现金就多了，有50 000元的转手费，还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有买豆浆机的2 000元，还有租金和水电费6 000元，还有买黄豆的500元。所以，我们开办豆浆店铺的首月现金净流量是：10 000-50 000-2 000-500-6 000=-48 500元，即我们最初认为的“净利润”。

现金流量是以“收付实现制”为基础的，这有点像我们平常做生意交易时所说的“一手交钱一手交货”，只要是现金流出，都放在一边；只要是现金流入，都放在另一边。最后，现金流出和现金流入相抵，就可以得到净现金流量。现金流量记录生意的好处是什么呢？它的重要好处就是真实地记录了现金状况，不容易受到会计调整的影响。

当然，上市公司的现金流量情形远远比我们的豆浆店铺复杂。因为上市公司涉及再投资和融资的问题，而且业务并非像豆浆店铺那么单一，很多上市公司有多种主营业务，其现金流状况自然要复杂许多。在标准的上市公司现金流量表中，通常有3大块的内容，一是经营性现金流量情况；二是投资活动现金流量情况；三是融资活动现金流量情况。这3大块的内容，最后也会形成一个“净现金流量”，即是经营性现金净流量、投资活动现金净流量及融资活动现金净流量三者的总和。

在上市公司的现金流量表中，最重要的数据是“经营性现金净流量”，因为这个数据真实地记录了上市公司实际经营活动中的现金流出及流入的状况，充分地反映了其现金充裕程度及经营业务的现金流质量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总体上说，现金流量比利润重要。首先是因为现金流的人为因素更少，其真实性更可靠；其次是现金流量代表了上市公司可实际支配的“股利”—因为都是“真金白银”，而净利润就不同了，净利润中可以含有大量的应收账款；最后，现金流量能够及时地反映出企业的经营业务状况来，而净利润可能会对经营业务的变化形成某种滞后的反映，这也是现金流量的一个极重要的优势。通过现金流量的短期变化，聪明的投资者可以提前发现一些即将产生变化的蛛丝马迹。

所以，在这里特别提醒读者朋友，应将更多的精力花在观察上市公司的现金流量变化上，而不是紧盯着利润。在理念上应该完全转变过来，从紧紧盯着利润转变为紧紧盯着现金流量，尤其是经营性现金流量，这是所有财务指标中的核心之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

商业本质：比现金流量更重要

虽然现金流量比会计利润更重要，但还有比现金流量更为重要的东西，那就是商业本质。

美国金融史上有个非常著名的“庞氏骗局”的案例。有个叫查尔斯·庞兹的意大利人移民到美国后，一门心思要发大财，他做了一个看起来极复杂并且具有非常大的诱惑力的投资计划，他承诺可以在3个月内给投资者40%的投资回报。他利用普通投资者不明白其投资计划真相的情况，又加上当时第一次世界大战刚刚结束，商业一片混乱。很多普通个人投资者并不知道，查尔斯·庞兹给他们灌的是“迷魂汤”。第一批参与查尔斯·庞兹投资计划的投资者，的确拿到了他所承诺的高投资回报，知道他是怎么给这些投资者支付报酬的吗？他是通过后来加入投资计划的投资者的投资资金的一部分支付给第一批的投资者作为投资回报的。他的做法同我国的一句俗话“拆东墙补西墙”的方法如出一辙。投资者的资金并没有通过投资计划获得任何财富增值，只是经由查尔斯·庞兹的手在不同的投资者之间重新进行了分配，而查尔斯·庞兹本人则在这个过程中挥霍了投资者巨大的财富。

这里想要提醒投资者的一个问题是：为什么查尔斯·庞兹的投资计划可以得以运作长达数年的时间？一句话：核心在于他控制了现金流。

查尔斯·庞兹在骗局中之所以能得心应手，在于他实施了完美的现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金流计划。我们可以看看他的现金流路径：收取一批投资者的现金→在查尔斯·庞兹手中停留片刻→收取到更多的投资者现金→利用部分投资者的资金进行派现→再次收取更多投资者的现金，如此循环往复，直到骗局被发现。可以肯定地说，如果查尔斯·庞兹没有那么贪婪，他或许可以一直这么骗下去，只要他设想的现金流路径没有断裂，他就可以一直欺骗投资者。

“庞氏骗局”告诉个人投资者一个最直白的真理：盯紧现金流！洞察现金流背后的逻辑是投资制胜的关键！

如果当年参与“庞氏骗局”的投资者能够进一步想想手里拿到的投资回报现金是源于何处，相信大部分人都不会上当受骗—现金流背后是什么东西和现金流同等重要！

一个骗子都可以纯粹依赖一个并不可靠的现金流而存活数年，我们有什么理由不重视现金流呢？现金流比会计利润更真实，当然，也可能被某些别有用心的人利用，因此，归根结底，洞察现金流背后的商业本质才是我们之所以重视现金流的全部逻辑。

相对于会计利润而言，现金流显得更重要。但是，相对于商业本质而言，现金流还只能算是一个表面现象。因为，财务报表上的现金流甚至包括现实中的现金流也同样存在作假的可能—“庞氏骗局”就是现实中的现金流作假，所以，其隐藏得更深。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现金流如同人的血液，人体是否健康，与血压有很大的关系，血压反映了很多与健康相关的问题。血压过高与过低都不行，高血压是常见的病患—血液流动性差。而低血压也是一种病症，由于血液动力不足，同样造成血液流动性差，导致患者常常头晕、晕车船等。如同血压之于血液一样重要，现金流也存在一个类似于血压的“计量标准”，并不是在数字上表现得极具诱惑力的现金流就是好的现金流，也并不是所有在数字上表现得很差的现金流就都是不好的现金流。现金流所表现出来的量并不是最重要的，其压力是否合适更重要。

在“庞氏骗局”中，投资者如果稍微有一些理性投资知识，就基本上不会相信查尔斯·庞兹吹得天花乱坠的投资计划。很简单，我们可以想想，有什么生意可以让本金在3个月内有40%这样的天量回报呢？大概只有短期高利贷、贩毒、贩卖军火了。可想而知，查尔斯·庞兹所承诺的40%投资回报怎么可能具有持续性呢？

类似于“庞氏骗局”这样的没有商业基础支撑的现金流，我们岂能相信呢？所以，从根本上说，现金流比利润重要，但现金流背后的商业逻辑更重要，它决定了现金流的真实性或者说持续性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十一章　估值并不等同于终极价值

在识别了上市公司的财务特性之后，我们可以进一步在调研的基础上对上市公司进行估值。请务必注意一点：这里所说的估值主要是为了确定当前的买卖安全边际，估值并非指对上市公司终极价值的估算。估值是动态的，估值结果是一个区间，而不是精确值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

别忘记一个保守的估值指标：股利收益率

当许多投资者都在高谈阔论“高成长”之时，我们不妨眼睛往下看，看看那些并没有“高成长故事”的投资标的，因为它们中的有些具备了非常好的投资价值，彰显其投资价值的一个重要指标是股利收益率。

什么是股利收益率？其实就是每股现金红利与股价的对比。需要注意的一点是：现金红利是和A股市场中常见的“送转股”有本质区别的。严格地说，“送转股”并不是一种分红，而只是一种股本的拆分罢了。但是，每次的股本拆分似乎总是带来一些“投机机会”，使得许多个人投资者误以为“送转股”是一种红利。

股利收益率到底是如何彰显其投资价值的呢？打个比方，一只股票当前的股价是每股20元，而我们发现这家上市公司已经连续多年不间断地向股东派发现金红利，派的红利多的年度每股有2元的红利，而派的少的时候，也有每股1元的红利，其连续多年的红利派发记录显示：其每股的红利介于1元至2元之间。显然，由此我们可以知道，当前20元的股价对应的最低的股利收益率是1/20=5%，5%是个什么概念？这意味着我们如果持有这只股票，即使股价每年都不上涨，或者略微下跌，理论上我们都可以获得5%的年收益，这基本上略强于同期的银行存款。而且，如果我们乐观一点，以这只股票的历史派发现金红利的平均值来评估，则我们持有这只股票的理论年收益率可以是1.5/20=7.5%，这个收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率已经明显强于同期的银行存款。这意味着一个大概率的事实：无论这只股票的市场交易价格是如何变化，理论上，我们都可以每年定期地收到相当于我们持有这只股票所占用的资金的7.5%的收益，这何乐而不为呢？

这样稳定派发现金红利而且具有较高股利收益率的股票通常会出现在哪里呢？我们研究发现，这样的股票通常出现在一些利润低速增长的行业中，或者一些公用事业性质的行业里，如高速公路、港口等，还有一些业务非常稳定的平稳增长的优秀企业中，也存在这种股票。事实上，个人投资者可以轻易地从A股中的“红利指数成分股”中挑选到这样的股票。在合适的时机买入—至少股利收益率超过5%时，是保守而有效的投资。

我们以A股里一只派发现金股利非常出色的上市公司盐湖股份为例，对依据股利收益率进行选股进行一个简要的实例说明。这里特别提醒投资者：2010年之前，盐湖股份还只是“盐湖钾肥”，后来与盐湖集团合并重组后，其基本面发生了极大的变化，我们这里不考虑重组后的情况，只讨论重组前的数据，主要是为了说明股利收益率选股方法的具体应用。

从表11-1中，我们可以明显地看到，表中所列的5年间，盐湖股份的总股本都没有变化，但股利却有很大的变化，股利多的时候高达每股1.672元，而最低的时候低至每股股利只有0.403元，其5年间每股股利的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

均值为0.931元。

表11-1 盐湖股份2005～2009年5年间的每股股利情况 （单位：元）

项目	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
总股利	383 775 000	675 444 000	921 060 000	1 283 343 600	309 322 650
总股本	767 550 000	767 550 000	767 550 000	767 550 000	767 550 000
每股股利	0.5	0.88	1.2	1.672	0.403

这意味着什么呢？如果我们利用股利收益率进行反推，即假定我们要求的最低股利收益率为5%，那么，以盐湖股份的每股股利的最低值0.403元为基数，则意味着这时候合理的股价应为0.403/5%=8.06元，然后，我们再去看看什么时候盐湖股份的股价只有8元，我们会发现，那是出现在2004年及以前的年度的二级市场交易中。如果我们以每股股利的均值0.931元反推合理的股价呢？那就是0.931/5%=18.62元，这个价格在2005年及2006年的二级市场交易价格中都存在。

简而言之，股利收益率是个相当重要的选股指标。一方面既可以从股利收益率评估企业基本面的好坏，另一方面又可以借助股利收益率获得我们买入并持有一只股票的胜算较大的“安全边际”数值，即可以容忍的股利收益率最低条件下的股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基于会计利润的估值方法：PE与PEG

先说一个最简单的相对估值方法，那就是众所周知的市盈率（PE），市盈率即是股价与每股收益的比值。计算方法：市盈率=股价÷每股收益。市盈率是很容易理解的，即是说，一家企业能够赚多少钱，而我们以它所能赚的钱的一个倍数来确定企业的股权价值。比如，一家餐饮上市公司，如果它每年都能赚10亿元的利润，它的总股数是1亿股，每股收益10元。那么，它的股价应该值多少钱呢？作为投资者，如果我们非常保守，要求3年就要还回我们的本金，那么，我们只能给它的合理股价是每股收益乘以3，即每股30元。这就是说，我们可以从“还本”的角度看市盈率，市盈率为3，则相当于3年能“还本”；市盈率如果是10，则相当于10年才能“还本”。

或者，我们将市盈率倒转过来理解。那么，市盈率就变成了收益率，或许更能让我们清楚它的投资意义。看看倒过来的情形：每股收益÷每股股价×100%=年收益率。如果我们指望3年就能“还本”，那年收益率就等于是：每股收益（10元）÷每股股价（30元）×100%=33.3%，这个收益率有足够吸引力。事实上，很难找到这样的投资机会。为什么这样说呢？因为我们知道，长期国债的利率和5年期定期存款的利率远远低于33.3%，大约也就是这个收益率的1/10。并且，从银行的商业贷款基准利率来看，也就7%左右，是远远低于33.3%这个收益率水平的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当我们把市盈率倒过来看的时候，我们就能更容易判断什么样的市盈率水平是我们可以接受的。比如，一只股票当前的每股股价是100元，而其每股收益是10元。那么，我们可以直接计算其年收益率，即年收益率=每股收益（10元）÷每股股价（100元）×100%=10%，这个收益率就相当于市盈率为10倍的时候的水平。我们知道，10%的收益率水平还是高于商业贷款的基准利率7%，这说明我们以这样的收益率买入股票是超越社会资金的平均报酬率的，是一笔“划算”的买卖。

说到这里，聪明的投资者一定会问这样一个问题：长期国债或者商业贷款都是稳定的收益率，然而，股票的风险相对来说，是比较大的，应该不能拿两者做比较。这是个非常好的问题，就市场波动风险而言，股票的风险是比较大的，背后还有企业经营的风险。核心是上市公司经营的风险，因为当我们以年收益率为10%时对应的股价买入，则意味着无论股价是涨是跌，理论上，我们都可以获得这个收益率，除非上市公司的经营出现了问题导致每股收益下降了，那么我们的收益率也随之下降了，而如果出现每股收益上升了，则我们的收益率也将随之上升。这其中就涉及一个敏感性的问题—敏感性分析是财务分析专业人员常常使用的，但作为普通的个人投资者，我们并不提倡去研究复杂的财务问题。我们只需要这样平衡一下风险问题：如果明年每股收益下降5%，或者上升5%，我们的收益率是个什么情况？这是涉及增长率的问题，稍后我们会在PEG的估值方法中进行详细分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了更科学或者基于更保守的看法，对于市盈率及其倒转过来的收益率，我们可以通过折现来处理。一只股票当前的每股收益是10元，假设它的每股收益在下一年度没有增长，仍旧是每股收益10元，而当前的股价是100元。那么，如前所述一样，其收益率是10%，然而，这是没有考虑折现情况下的收益率，如果我们将下一年度获得的每股10元的收益进行折现，假设取10%的折现率，那么，下一年度的每股收益事实上只相当于现在的每股收益9元，我们的收益率便是：年收益率=每股收益（9元）÷每股股价（100元）×100%=9%，这是需要了解的情况。从中我们也可以看到，如果每股收益没有增长，对于投资者来说，是一件可怕的事情，因为越往后，我们的收益率会越低。

理解了市盈率或者说收益率这个相对估值指标后，我们就可以进行应用了。如何应用市盈率指标进行相对估值呢？

我们知道，市盈率涉及两个变量，一是每股收益，二是股价。每股收益越高，股价越低，市盈率越低，理论上投资价值越高；每股收益越低，股价越高，市盈率越高，理论上投资价值越低。

然而，我们知道，上市公司面临各种各样的经营风险，任何业务都不会是一帆风顺的，如同农民种庄稼一样，上市公司的收益，多数时候是阴晴不定的，收成好一点的时候，每股收益就高一些，收成不好的时候，每股收益就低一些。这就意味着我们必须对上市公司的收益有一个相对于某个年度来说更为稳定、可靠的数值。通常，我们会以上市公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

连续多年的平均每股收益数据作为重要参考，由此而判断当前股价从市盈率角度看是否有安全边际。

为了更好地说明我们所说的这个连续多年平均每股收益的应用，举例如下。

假设上市公司A是一家港口经营企业，其业务受到贸易量的制约，当贸易量大时，其收益就高，贸易量小时，其收益便低一些，但总体上来看，除非是经受着国际金融危机，否则，其收益还是相当稳定的。

假设A公司的每股收益情况。注意，这里所说的每股收益是复权后，或者说是假定企业没有进行送转股，总股本不变的情况下的每股收益，这样的每股收益才有实际的比较和统计意义（见表11-2）。

表11-2　A上市公司的每股收益、股价及市盈率

年度	2006	2007	2008	2009	2010	均值
每股收益（元）	0.8	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9
当年股价（元）	16.2	33.8	13.5	25.2	18.1	21.4
当年市盈率（%）	20.3	30.7	15.0	25.2	20.1	23.8

注：表中当年股价的取值是当年最高点股价和最低点股价的平均值，并且由此数据计算当年市盈率。

从表11-2中，我们可以看到，A公司在2006～2010年的5年间，每股收益变化不大，股价波动却很明显，连续5年的市盈率平均值为23.8。这意味着什么呢？或许我们可以这么认为，如果我们在2011年的某个时点发现，A公司的市盈率低于23.8，或者更低，是平均值的7折，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

15.5，那么我们有理由认为，这时候的估值是有安全边际的，我们在这种价位的时候买入A公司，长期持有，通常能够得到正常的投资回报，理论上的年收益率为6.5%，相当于商业贷款利率的收益率水平。

当然了，这种通过统计多年的市盈率水平而做的估值，仍有可能是“大失水准”。因为，我们还需要知道A公司多年来的每股收益是否是高质量的，如果它连续多年的每股收益在后来都被证实是虚假的，那么所有这些估算努力都是白费精力。正是因为如此，本书才在前面大量地分析了关于上市公司竞争优势、商业模式及财务分析等基本面的问题。脱离了对上市公司基本面定性情况的深度把握，所有的估值结果都可能是不可靠的。我们所做的任何投资决策，都是基于基本面定性后的定量估算后的综合平衡。

说完市盈率的估算方法及其应用后，我们再来看看另一个和市盈率密切相关、一脉相承的估值方法，那就是PEG。

什么是PEG？PEG是英文的简称，所谓PEG是指市盈率和收益增长率的比值，计算方法是：PEG=市盈率÷收益增长率。理论上说，当PEG值小于1时，表明股价是低估的；PEG大于1时，表明股价是高估的；PEG等于1时，表明股价是合理的。

为什么我们要拿市盈率和增长率相比较呢？这里面有何门道呢？

我们仍以前述的港口上市公司A为例，我们统计出来了它连续5年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的平均市盈率是23.8，但是，即便是这样，我们或许心里仍旧没底儿，谁知道它以后的收益不会比现在更糟糕呢？或者比现在好很多呢？毕竟它在连续5年中，每股收益也仍旧是波动不定的。因此，为了更好地估算它未来能够产生的每股收益水平，我们很有必要分析它连续5年来的每股收益增长率情况。

于是，我们先在前面所述的表格中再加一行，即“收益增长率”（见表11-3）。

表11-3　A上市公司市盈率与增长率的对比

年度	2006	2007	2008	2009	2010	均值
每股收益（元）	0.8	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9
收益增长率（%）	31.3	37.5	−18.2	11.1	−10.0	10.3
当年股价（元）	16.2	33.8	13.5	25.2	18.1	21.4
当年市盈率（%）	20.3	30.7	15.0	25.2	20.1	23.8
PEG值	0.7	0.8	−0.8	2.3	−2.0	2.3

注：表中2006年的收益增长率是相对于2005年而言的假设值。

从表11-3中我们可以发现，因为2008年和2010年都是负增长的情况，这时候的PEG为负值，是没有参考意义的。然而，我们却发现2007年A公司的市盈率高达30.7倍，而其对应的PEG值只有0.8，从市盈率的角度看，30.7倍的市盈率是明显意味着股价是高估的，因为这时对应的年收益率只有3.3%，而且也是远远高于它的平均市盈率23.8的水平。仿佛更糟糕的是，按均值水平来看，收益增长率的均值是10.3%，而市盈率的均值却为23.8，很明显，由此而计算出来的PEG=23.8÷10.3=2.3，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理论上是表明A公司的股价连续多年来都是严重被高估的。按照年收益增长率的平均值10.3%的水平来看，市盈率为10.3才是合理的，而平均市盈率却已经高达23.8。

这时候，新的问题便来了，我们应该以PE还是PEG来确定A公司的估值是否合理呢？显然，这是一个值得深思的问题。

我们发现，因为受到资本市场中大多数投资者的趋同性认识，在相当长的时间内，投资者都给予了A公司不错的溢价，以平均市盈率23.8来计算，其对应的年收益率仅为4.2%，是低于商业贷款利率的。

我们或许可以这么看待资本市场在A公司身上表现出来的关于市盈率与PEG之间有所矛盾的“纠结”心理，因为绝大部分投资者（包括机构投资者）均无法准确地判断A公司的增长情况，他们只能认为，某种增长率对他们而言是可以接受的，从平均市盈率23.8来看，说明大部分投资者还是认可了4.2%的年收益率水平，由此，他们在更多的时候或许是忽略了增长率的情况—因为增长率确实无法非常准确地把握。

最后，讲一下PEG的具体应用方法。基本上，我们还是趋向于取得一家上市公司连续多年的收益增长率数据，得知其平均增长率时，我们可以重点参考平均增长率水平做出合理的PEG估值，或者更科学、更保守的方法是以平均股权收益率（ROE）为参考，确定其增长率水平。

在应用PEG进行估值时，不宜通过某些年度的收益增长率而进行推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

算，因为单一年度的收益增长率水平只是个例，没有可持续性，没有足够的代表性。和应用市盈率估值方法一样，应用PEG估值时，也要取多年的平均值作为参考。而且，当我们考虑收益增长率的时候，应该和公司多年来的股权收益率（ROE）水平相联系起来，才更具有实际参考意义，否则，PEG很容易让投资者误入歧途。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基于现金流与股利的估值方法：NAV、DDM与DCF

无论是PE或PEG，都是基于会计利润基础之上的，而且是属于相对估值，其估算方法实质上都还停留在比率的基础上。

PE与PEG的相对估值方法，通常只有在做大量的同类比较的条件下，才能实现相对准确的估算，对投资决策才能起到真正有参考价值的作用。比如PE，若不是同类主营业务的企业进行比较，是根本没有意义的，因为在资本市场中通常都存在这样的现象：某些稳定性更高的行业，具有相对于那些稳定性较差的行业更高的PE平均值。比如，长期以来，医药行业的PE平均值就高于金融行业。即使是PEG，在不同的行业也有显著的区别，医药行业的PEG平均值通常也会高于金融行业，两者无论是PE或PEG，皆因两者业务的稳定性不同而具有不同的估值。通常来说，稳定性更好的行业，会享受到资本市场给予的更高的PE或PEG估值。

因此，从根本上说，PE或PEG的估值方法，仍然具有其相对性的缺陷。对于这些估值方法的不足，我们可以借助于两个绝对估值的方法来弥补，当然绝对估值的方法也并非是毫无缺点的，也同样地存在诸多的不足之处。只是，我们认为：通过应用更多的估算方法，我们或许能得到相对准确一些的估值。

对于个人投资者而言，我们并不建议都能够掌握绝对估值的具体测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

算，这的确有相当的难度，而且如果掌握不好，反而适得其反。我们并不认为个人投资者要掌握如何进行具体的绝对估值，但是，我们要求个人投资者对绝对估值的主要模型均有一定程度的了解，至少可以对相关的估值结果（众多机构提供的研究报告中都有各种估值结果）有相当的认知，知道其代表的真正意义和作用。

在绝对估值中，主要有3种模型，一是净资产价值模型（NAV），二是股利折现模型（DDM），三是自由现金流折现模型（DCF），这3种估值模型在本质上是相互联系的，也各有优劣。NAV主要是适用于房地产这种“硬通货”的资产型公司，DDM主要是针对那些股利发放非常稳定的公司，而DCF主要是适用于那些成熟型的经营业务相当稳定的公司。3种模型中，DCF是备受推崇的一种绝对估值方法，因为它同时考虑了公司的股利、债务、再投资支出及未来成长等因素，相比DDM而言，它对企业价值的综合评估更具体更深入也更有效。

我们先来看什么是NAV。NAV其实是一种“清算价值”，对公司所拥有的资产进行现金流折现，最后扣除公司所有的债务，即得到了NAV。打个比方，有一家房地产上市公司的账面总资产是120亿元，其账面全部的债务是100亿元。那么，我们可以对其资产进行重新的评估，做一种类似于现金流折现的估算，可以得到一个财务净现值，然后减掉100亿的债务就可以得到NAV，再除以总的股本就可以得到每股NAV。如果我们发现，该房地产公司当前的股价是每股10元，而我们计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

算得出的每股NAV值是12元，那么，这意味着当前的股价是被低估的，反之，则意味着当前的股价是被高估的。通常，被估算出来的房地产上市公司的每股NAV值都会大于其每股净资产，或许我们也可以认为，很多时候NAV都是被高估了吧。

换句话说，NAV就是把房地产公司的所有现存土地、存量房产、持有经营物业及其他资产进行一个假设的“售卖”，当中涉及房价的假设、开发时间的假设、销售时间的假设和折现率的假设。事实上，要准确地估算出NAV，不仅要对房地产公司所拥有的资产有非常清楚的了解，而且要对所有假设条件都有充分的预测依据。否则，所估算出来的NAV是非常不可靠的。

在投资活动中，我们经常可以看到各种投行机构发布的关于房地产上市公司的研究报告中都有NAV的估值。事实上，对于个人投资者来说，我们并不需要进行烦琐的NAV估算，只需要结合相关的房地产市场状况和资本市场的实际状况进行选择就可以了。

投资经验表明：在房地产狂热的时期，几乎所有投行研究机构做出的NAV估值都将会大大地高于房地产上市公司的价值，因为这个时候的投行机构在估算NAV时普遍采用的数据是当前的房价及开发销售速度，并且采用非常乐观的假设条件，而事实上未来的情况我们未必可知，房地产资产虽然有“硬通货”的属性，但这并不意味着我们可以认为房价肯定是“长期上涨的”，退一步说，即便房价是“长期上涨的”，也并不意味

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

着是直线上涨的，而更合理的应当是一条波折不断的上涨曲线。

基于保守的投资理念，为了确保我们在投资中获得一个较好的“安全边际”，我们可以对NAV进行“打折”。例如，如果我们在房地产市场一片火热的时期，我们看到某份投行的研究报告对某家房地产上市公司进行估值，其每股NAV是20元，而其当前的股价只有12元，看起来，这家房地产上市公司的股票是“非常便宜”的。你可千万别这么想，否则可能就要吃大亏了。这个时候，我们不但要怀疑NAV，甚至该要怀疑股价了，或许这时候12元的股价已经是“非常昂贵”了，而NAV或许就更像是奢侈品了。

简单而言，个人投资者可以不用花大量的精力去调查研究房地产上市公司的每一个项目、土地储备及持有物业的情况并且亲自去计算NAV，不得不承认，这对于个人投资者而言是不现实的方法。但是，个人投资者必须知道NAV意味着什么，其背后代表的是什么东西，它产生于何种市场条件之下，这或许对我们的投资决策会更有帮助。

说完了NAV，我们再来看看DDM。DDM是股利折现模型，我们知道，大部分的上市公司都会每年向股东派发现金红利，如果某家上市公司每年都以非常稳定的水平向股东派发现金股利（比如，以当年净利润的40%确定股利），那么，我们就可以非常简单地运用DDM对这家上市公司进行绝对估值了。在不考虑股利增长的条件下，我们可以认为，这家上市公司的内在价值是：内在价值=股利/期望的收益率（或者说折现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率）。这是什么意思呢？我们可以简单点理解，假如这家上市公司派发的每股股利是1元，而我们期望每年这家上市公司都能为我们所投入的资本产生大约12%的收益率，或者我们也可以认为这是折现率，即我们所能获得的社会平均投资回报率。那么，这家上市公司的内在价值就等于1/12%=8.3元，这意味着，从股利角度看，这家上市公司的股票每股价值大约只有8.3元。如果当前股价低于8.3元，则理论上有投资价值，反之，则理论上是无投资价值，市场价值被高估了。

当然，很显然这里存在一个问题，即我们这样估算是没有考虑股利增长情况的—事实上，大部分优秀的上市公司的股利都是在增长的，尤其对于那些股利率（股利率=股利÷净利润）非常稳定的公司而言，净利润的增长就意味着股利的增长，而如果我们不考虑增长情况，那将大大低估公司的内在价值。

那么，当我们考虑股利增长情况时，基于股利而言的内在价值就变得稍为复杂一些了。假设内在价值为P，股利为D，而增长率为g，折现率（必要收益率）为K，那么，这时候的股利折现模型是这样：P=D（1+g）1/（1+K）1+D（1+g）2/（1+K）2+……+D（1+g）n/（1+K）n，如果我们假设上市公司可以永续存在，那么这时候n就趋向于无穷大，这时候我们可以将上述计算方法简化为：P=D（1+g）/（K-g），这样股利增长折现的模型就变得很简单了，有了股利、股利增长率和假设好折现率，就可以很快计算出来基于股利的内在价值了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，我们仍旧遇到问题：股利增长率如何确定？

对于股利率不稳定的公司，我们基本上无法确定其股利增长率，这自然就无须考虑这种情况了。而对于股利率非常稳定的公司，我们要预测其股利增长率，则等同于预测其净利润的增长率。

于是，问题转化为：如何预测上市公司的净利润增长率？

预测上市公司的净利润增长率那就很不容易了，这关乎诸多的预测假设，可以说，如果能够准确地预测净利润增长率，那基本上就已经是精通投资了。准确地预测净利润增长率对于个人投资者而言，是不太现实的，我们通常所做的增长预测其实只是大概的推算，如果要通过全面的财务准确预测，那实在不是一件简单的事情，非一般的个人投资者可以承受得起这种预测。事实上，包括诸多投行机构在内的分析师，都未必能够准确地预测一家上市公司的增长率。有时候，就连上市公司本身的财务总监可能都无法预测其下一年的净利润增长实际上会是多少，谁知道明年会发生什么意外的事情呢？所以，通常而言，所谓的预测，也仅仅只能是一种大概的推算，而且也主要是基于上市公司的历史财务数据而做出来的，如果一家上市公司过去的5年的净利润增长率都保持在30%的水平线上，那么，我们或许可以预测其未来5年的净利润增长率可以保持住这个水平，或者仅仅是略微降低一些，比如做一个增长率为25%的预测。然而，我们可以预测这家上市公司未来无限长的存续期内都可以保持25%的增长率吗？这显然是不太可能的。或者说，如果这家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上市公司可以在未来无限长的时期内保持25%的增长水平，那么，与此同时的是，我们的折现率（预期收益率）也将会很自然地接近甚至常常是超越25%的水平。因为，既然我们可以预测某家上市公司可以无限长时期内保持25%的增长率，那么，我们也有充分的理由追求一个高于25%的预期收益率，资本总是逐利的。事实上，我们不得不承认，任何一家上市公司的增长率在无穷的存续期内，都将趋向于市场平均收益率的水平，只不过，我们通常会在市场平均收益率的水平上再综合考虑股票自身相对于市场的波动程度即β值的影响。

我们来看看A股里的一家现金股利率比较高的上市公司盐湖股份。这里再次特别声明一点，盐湖股份通过重组合并后，基本面发生了很大的变化，内在价值需要重新评估，这里仅以2010年以前年度红利数据进行说明，读者朋友切勿以此为投资参考的具体依据。

先看盐湖股份2005年至2009年（与盐湖集团合并前）这5年间的股利率。

从表11-4我们可以看到，盐湖股份的分红比例还是相当不错的，尤其是2006～2008年这3年，股利率都超过了80%，但在2009年却突然下降到了只有25.15%的水平。从2006～2008年的3年间，比较容易看到其股利增长趋势，因为这3年间的股利率比较稳定，2007年的股利相对于2006年的增长率为36.4%，而2008年相对于2007年的股利增长则是39.3%，这种股利增长率是相当高的，但是2009年相对于2008年的股利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

增长则是负增长，为-75.9%，2006年相对于2005年的股利增长率为76%。综合来看，5年间的股利增长率均值为19%。

表11-4 盐湖股份2005～2009年的股利率

项目	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
股利（元）	383 775 000	675 444 000	921 060 000	1 283 343 600	309 322 650
净利润（元）	811 929 157.68	815 011 398.09	1 006 432 299.22	1 364 330 069.62	1 229 746 627.62
股利率（%）	47.27	82.88	91.52	94.06	25.15

思考一个问题：盐湖股份能够在未来无限长的时期内保持19%的股利增长率吗？

很显然，如果在未来10年内保持，我们可能会比较相信；如果在100年内保持，我们不得而知。

因此，即便盐湖股份的股利率很高，而且增长率似乎不错，但我们仍无法确信它可以一直保持下去，我们大概可以预测它的股利增长率大约是10%，这不是随意推测的，我们是以盐湖股份未来长期保守估计的ROE水平来估计的。

如果以2006年派发的675 444 000元现金股利计算，当年的总股本为767 550 000，则相当于每股股利为767 550 000/675 444 000=1.136元。如果我们假设我们想要的预期收益率（保守的看法：预期收益率通常要高于市场平均收益率水平，具体则要看股票的β值）为14%，用上述的股利增长折现模型计算可以得到盐湖股份的每股内在价值为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1.136（1+10%）/（14%-10%）=31.24元。我们必须明白，这也仅仅是一个预测条件下的参考值，有一定的意义，但并不意味着是一个永远正确的估值，企业的价值评估是基于某个时点的，是动态的，不是终极的，本书后面将再次强调这一点。

另外，聪明的读者会发现，在上述计算中，如果我们预测盐湖股份的股利增长率为8%，而不是10%，那么，其内在价值是要发生很大变化的，这时候的内在价值为：1.136（1+8%）/（14%-8%）=20.448元。可见，我们对于股利增长折现模型（DDM）中的任何一个参数的预测，都将极大地影响最后的估值，而我们事实上又并不能保证参数的绝对准确性。所以，通常我们在运用DDM进行估值时，保守的办法是同时取两组参数，即取一组相对保守的参数和一组相对乐观的参数，比如盐湖股份的参数，我们可以假定两组：第一种情况是假定股利永续增长率为5%、股利取2005年至2009年中的最低值、预期收益率取10%。第二种情况是假定股利增长率为10%，股利取2005年至2009年间的均值、预期收益率取13%。这时候，我们就可以得到一个基于股利的价值区间，这种价值区间可以避免我们过分依赖估值结果的不利影响。因为选取的是一个区间值，所以更具有弹性，也更切合真实价值所具有的波动性。

需要注意的是：在DDM估值中，我们是基于利润的增长和股利率来预测股利增长率的，这其实有不足之处。在实际投资分析中我们发现，并非利润增长就意味着实际可派发股利的增长，和股利增长更为紧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

密的是经营现金流量的增长。其实，这几乎是明摆着的事实：经营现金流量意味着“真金白银”，而利润或多或少都有些“纸上谈兵”。有多少“真金白银”才意味着股利的实际派发的可靠性，也决定了股利增长的可能程度。在实际投资分析中我们还发现：大部分经营现金流不佳的上市公司，其股利率都是极其不稳定的，其股利增长率的问题根本无从谈起，这需要引起投资者的特别注意。

通过上述的分析和举例，我们基本上可以了解股利折现模型（DDM）的意义及用法了，现在我们开始理解和DDM本质上相同的现金流量折现模型（DCF）。

投资大师巴菲特极为推崇现金流量折现，他曾经在致其股东的信中说：“用现金流计算出来的最便宜的投资是投资者必须进行的投资，无论公司是否成长，无论公司的盈利是波动还是平稳，或者无论股价相对于公司目前的收益和账面价值是高还是低。”他尊崇现金流到了弃利润、利润增长、PE及PB而不顾的地步，由此我们也进一步验证了现金流在绝对估值中的无可替代的重要性。

我们知道，一家上市公司若可以每年都向股东派发大量的现金股利，则通常意味着这家公司拥有可以自由支配的现金，否则是不可能持续的。因此，DDM实质上是基于自由现金流量的，只有上市公司持续地实现了大量的自由现金流，股东们都可能获得持续甚至不断增长的现金股利。因此，我们要讲的DCF和DDM是一脉相承的，不同的在于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

DDM是直接从股利这个结果出发，而DCF则是从现金流量这个决定股利的重要原因出发。

通过本书前述的现金流量知识，我们已经知道：现金流量是基于收付实现制的，它记录的是现金流入、流出及最后的现金净流量。

什么是现金净流量呢？让我们回到本书前面举的那个开豆浆店铺的例子中去。我们已经知道，我们开豆浆店铺的第1个月，如果计算现金净流量，那么是明显“亏损”几万元，但若按会计利润，则是盈利几千元。然而，我们再看第2个月的情况时，就完全不同的了。这时候，我们会发现：第2个月开始的现金净流量不但是正数，而且要大于当月的会计利润。第3个月也是如此，直至第6个月突然产生了变化。

我们的豆浆生意越来越好，每个月出售的豆浆量都有所上升，每个月都能比前一个月多赚一些，因为不断有好主意出现，我们不断地在豆浆铺里增加售卖的东西，我们除了出售现场制作的豆浆，还附带一些从别的面包厂里进的面包，经营第6个月的时候，我们还出售现场烤制的各种风味美食，利润猛增。

通过表11-5，我们发现，从第2个月起，净现金流量转正，而且超越当月的会计利润，因为净现金流量这时是加回了对50 000元店铺转手费的每个月份摊的278元和两台豆浆机的每月折旧费用42元，一共是320元。观察表11-5，我们会发现，第2个月起至第5个月，豆浆店铺的会计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利润和现金净流量都相差320元。

表11-5 豆浆店铺开张6个月会计利润与现金净流量 （单位：元）

项目	1月	2月	3月	4月	5月	6月	总计
会计利润（元）	3 180	3 280	3 300	3 500	3 600	6 000	22 860
现金净流量（元）	−48 500	3 600	3 620	3 820	3 920	4 000	−29 540

为什么第6个月的会计利润突然快速增长至6 000元，而现金净流量却反而只有4 000元呢？那是因为我们第6个月初购买了一台烧烤机器，这台机器花了我们2 000元，取得非常好的效果，当月烧烤制品销售非常好，增加了大量的盈利，扣除这台机器5年期的每月折旧费用2 000/5/12=33.3元，最后得到当月的会计利润有6 000元，但是现金净流量却只有6 000-2 000=4 000元。

说到这里，我们对现金流量的理解相信已经有七八分了，现金流量只关注“钱进钱出”，可不管“摊销与折旧”。

看起来，我们的豆浆店铺是“生意兴隆”了，开业6个月来，就已经取得了总计22860元的利润。可是，当我们商量分红时，却发现：我们的保险柜里根本没有钱可以拿来给大家分享。

这就是我们为什么一再强调现金流量重要性的原因了—账面上可以有非常多的会计利润，但是股东们并不能得到该有的股利，因为现金净流量还是一个大大的负数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上述关于豆浆店铺的会计利润和现金净流量情况相对算是比较简单的，而且是比较理想情况下的。因为，这时候假定我们没有进行任何融资，都是靠着几个小股东的自有资金在支撑，很明显，在开业6个内，我们的现金净流量仍旧是净流出的，也就是说，如果没有足够的启动资金，而且又不对外融资（向别人借钱），那么，我们的豆浆店铺生意事实上是无法做下去的。

当然，我们关于豆浆店铺经营过程中的“现金净流量”计算，实际上已经和“自由现金流量”极为类似，扣除资本支出后的经营性“现金净流量”就基本上是“自由现金流”了，而我们关于豆浆店铺的“现金净流量”恰恰是扣除了资本性支出的（如店铺转手费、购买豆浆机、烧烤机器等的支出）。

然而，上市公司报表中的现金流量是比较复杂的，同时记录了经营性现金净流量、投资现金净流量和融资现金净流量。当然，简单点，我们可以不考虑融资因素，而侧重于关注两方面：一是经营性现金净流量，二是资本性支出。事实上，只要这两方面确定了，我们就可以大概知道上市公司的自由现金流量处于什么样的水平线上了。

对于一般的个人投资者而言，我们趋向于无须掌握投行机构使用的相对复杂的DCF模型，我们可以简化到只做一个简单的减法运算：自由现金流=经营性现金净流量-资本性支出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经营性现金净流量在上市公司年报的现金流量表中是有直接可用数据的。而资本性支出，则是一个相对复杂的数据，通常来说，关于固定资产的现金支出，还有无形资产的现金支出都是资本性支出，而且是资本性支出的最主要因素。因此，简单而言，资本性支出这一项，我们也可以使用现金流量表中的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”一项的数据。

对于应用DCF估值而言，关键是预测上市公司未来所能获得的自由现金流，这是有相当大难度的一件事情。正如我们要预测股利增长率一样，说到底，我们也只能做某种合理的推测，极难做到准确地预测每一个数据。事实上，对于大部分普通的上市公司而言，能够保持现有的自由现金流水平已经是不错的，自由现金流的增长对于它们来说，只是一个又一个的海市蜃楼。因为研究发现，A股里的许多上市公司，在相当长的时期内都是没有自由现金流的—我们不知道凭什么预测它们未来的自由现金流？

严格来说，DCF的估值比较适用于那些增长极其稳定的而且是ROE相对较高的上市公司，因为这样的上市公司都可能在未来一段相当长的时期内获得一定数量的自由现金流。而那些一味追求高速增长却不顾资金成本的上市公司，在大多数情况下都是没有自由现金流的，也极难对其未来的自由现金流进行一个合理的预测。

尽管如此，我们这里仍是简要介绍下现金流折现估值模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（DCF）。其实，稳定增长的DCF和DDM可以是一样的计算方法，只不过是使用的数据不一样罢了。DCF使用的是自由现金流量相关的数据，而DDM使用的则是股利相关的数据。如本书前面所述，DDM是这样的：P=D/K-g，那么，我们只需要将股利D换成自由现金流，而预期收益率K对于同一家公司来说事实上是一样的，g这个股利永续增长率则换成企业自由现金流的永续增长率就可以了。

这里有必要详细说一下预期收益率（或者也可以说折现率）K的问题，因为无论是哪种绝对估值方法，都几乎要用到这个数据。当然，这是一个带有不少主观因素的数据，并不完全是准确的，也是一个大概估算的数据。其估算方法是这样的：参考长期国债利率、市场收益率以及反映具体股票在市场中的波动数据β值。通常，预期收益率（K）=长期国债利率+β×（市场收益率-长期国债利率）。比如，对于A股中的某医药上市公司而言，我们估算其预期收益率是多少呢？这时候，5年期长期国债利率是6%左右，而医药行业的市场收益率普遍较高，我们估计是14%左右，再就是查找该上市公司的β值，比如我们得知大约是0.6～0.9，这样，我们可以得到一个关于这家医药上市公司的预期收益率即K的数据，即K=6%+0.9×（14%-6%）=13.2%。这也仅仅是一个大概数值，其中β值其实是常常变动的，只能大概估计。

接下来，我们再以合并重组之前的盐湖股份为例，对DCF中的稳定增长模型进行应用分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

先看看盐湖股份已经过去的5年的自由现金流的大概数值。

我们通过表11-6可知，盐湖股份在合并重组之前5年的企业自由现金流量都非常大，5年的均值已经高达10亿元。如果我们以这个均值作为盐湖股份初始的企业自由现金流量数据，并且预测其增长率可以长期保持10%，而预期收益率我们设定为14%，那么，这时候，我们可以预测盐湖股份的内在价值是10×（1+10%）/（14%-10%）=275亿元，再除以总股本767 550 000，可知其每股内在价值大约为35.8元。这个估算与我们使用DDM对盐湖股份的内在价值存在一些差异（同等假设条件下的DDM预测是每股31.24元），使用DDM所做出来的估值略微要小一些。这时候，我们可以回头再次检验我们对企业自由现金流的估算是否相对可靠，并且也要再次审视盐湖股份的股利率是否合适。

表11-6　盐湖股份2005～2009年5年间的自由现金流大概数值　（单位：元）

项目	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	均值
自由现金流	141 265 325.43	1 216 685 142.50	1 371 931 429.96	1 775 611 837.16	709 982 349.31	1 043 095 216.87

事实上，可以用来派发的现金股利基本上就等同于企业的自由现金流，所以，只要上市公司的股利是比较确定的以100%的自由现金流量来派发，那么，股利折现与现金流折现两种模型事实上是等效的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内在价值取决于企业永续经营能力

我们发现：无论我们采用哪种绝对估值模型对某家上市公司的内在价值进行估算，都无法回避一个事实：如果上市公司在未来的某个时间破产清算了，那么我们的估算几乎是毫无意义的。这种情况下，只有做“清算价值”评估才具有意义。

由此，我们得出一个结论：一家上市公司的内在价值，是取决于其永续经营能力，而不是我们对它的各种预测数据。只有在永续经营能力得到大概率的保证前提下，接下来所做的运用估值模型所做的估值工作才有实质性的意义，否则，将会本末倒置，可能犯下方向性的错误。

从非定量的角度看，企业的内在价值取决于其永续经营能力，正是因为如此，我们认为：投资者应当在做具体定量的估值之前，对上市公司做充分的定性分析，以最大可能地确定一家上市公司的永续经营能力及未来可能面临的重大变化。关于定性的分析，取决于投资者个人对于商业世界的判断能力，这些内容在本书第一章至第十章均以大量的篇幅进行了相关的论述。

假如我们同时面对两家上市公司：一家是自来水公司，另一家是房地产开发公司（非持有物业经营类型）。我们如何看待其永续经营能力呢？很显然，我们会趋向于认为自来水公司的永续经营能力要超过房地产公司，当然，自来水公司也同样可能面临中断经营，假如其所依赖的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

水源出现问题。正是因为自来水公司的永续经营能力要超过房地产开发公司，所以，我们对自来水公司的估值可以采用假定它完全具备永续经营能力的估值模型（比如DDM和DCF）。而对于永续经营能力不强的房地产开发公司，我们则趋向于采用一种清算思维对其进行估值，我们可以只对它的现有资产进行现金流折现，得到NAV估值。我们不管它以后还会获得什么样的土地资源，我们只需要知道它现在拥有的土地、房产可以实现的现金净流量。

无论一家上市公司在短期内体现出多么强大的竞争优势，如果从永续经营能力看，不足以支撑这种强大的竞争优势维持下去，那么，这时候，我们只适合对它做清算思维模式下的特定估值，比如期权定价、资产重组清算等—我们并不建议一般的个人投资者掌握这些特殊的估值方法，我们认为更重要的是：投资者应当做自己能够深刻理解的投资。

事物的内在价值应当是动态的而且是取决于其永续经营能力的。为了更加形象地说明这个问题，我们最后来看看一个众所周知的历史事实：印第安人与美国人进行的土地交易。1830年，美国国会通过了杰克逊提出的《强迫印第安人迁移法》，这个法案仅仅用50万美元的代价换取了包括切诺基部落在内的印第安人的大片土地。这在当时已经是一笔极其不公平的交易，印第安人并不想出卖自己的土地，皆因美国政府的强迫所致。但从交易的角度看，我们可以发现：因为土地资产具备永续经营能力，以50万美元的代价买来的土地在今天已经是无价之宝，而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些土地的内在价值还在增长中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内在价值不等于终极价值

很多时候，有些个人投资者总是误以为通常估值中所说的内在价值等同于上市公司的终极价值，这是一个很大的误解。

其实，通常估值中所说的内在价值，都是基于一个时点而言的，存在时间的局限性，估值过程中必须使用的数据大部分是上市公司的历史表现数据。我们站在10年前的时空来给一家上市公司进行估值，与我们站在当下的时空中对一家上市公司进行估值是完全不同的。一方面，10年前的数据和当下的数据通常有极大的差异，许许多多的上市公司在10年间都会发生极大的变化，有的可能比10年前好了许多，有的也可能是破产了。当我们面对基本面发生极大变化的同一家上市公司时，我们所做的估值无论如何都会发生极大的变化。

正是因为估值有时空局限性。所以，不少人主张无须进行估值。比如，有些人认为，反正我们知道贵州茅台三五年后肯定不是现在这个价格。所以，没关系，闭着眼睛什么时候什么价格都可以买入贵州茅台的股票。我们认为，这是一种典型的盲目行为，他们忽视了投资资金的时间价值，也误解了通常所说的估值的意义。

其实，读者朋友们可以思考一个简单的问题：如果我们闭着眼睛以10元的价格买入了一只内在价值恰恰已经被非常高估的股票，或许三五年后，我们可以幸运地以超过10元（比如11元）的价格卖出，而期间又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

没有收到任何形式派发的股利，那么，我们的投资回报率是多少呢？我们可以非常确切地告诉你：如果考虑资金的时间成本，我们是亏损的，投资回报率彻底地为负数！

简而言之，我们通常所说的内在价值是相对于当前上市公司的基本面而言的，并且也只是一种在多种假设条件下的预测值，是一个介于某个区间的大概数值，绝对不是精确无误的，它的重要作用是为我们在投资决策中提供安全边际参考。

记住，如果我们在2010年12月30日对云南白药这只股票进行了内在价值评估，得出了一个每股50元的估值，那么，这仅仅意味着是当时我们对云南白药内在价值的一种合理预测，并不代表若干年后当其基本面发生某种重大变化后的情形。换而言之，50元并不是云南白药的终极价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十二章　交易策略与投资组合

无论我们对于上市公司进行怎样的估值，或者认为我们已经非常深入地了解了上市公司的各个层面，但是，这仍然无法使我们漠视交易策略和投资组合。直白地说，我们站在价值的基石上还要懂得买卖的必要技巧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易策略：坚守安全边际交易原则

安全边际是和估值密切相关的问题，当我们对一家上市公司的内在价值进行估值后，如果我们发现这家上市公司的内在价值远远高于此时的市场价值，那么，理论上意味着这家上市公司的价值被市场普遍低估了，此时的股价是有良好安全边际的。反之，如果我们通过科学的估值后发现内在价值是远远低于市场价值的，那么，我们可以认为这时的股价是没有安全边际的。可以说，投资所做的很多估值，都是为了得到一个同样的问题的答案：股价是否具有安全边际。

许多的投资大师（如巴菲特、芒格、林奇、邓普顿等）在投资活动中，都极其遵守安全边际原则，他们通常是最害怕股价上涨，而最不怕股价下跌的异类。因为他们深知：股价是越跌越安全的，越涨反而是越不安全的。然而，和这些投资大师相反的是，我们大部分的个人投资者认为：股价越涨越好，越有买入价值，而越跌就越没有买入价值了，反而应该减持。其实，这和投资所强调的安全边际是恰好相反的。为什么这样说呢？因为通常来说，企业的内在价值不会在极短的时间内产生很大的变化（除非重组、分拆等特殊事件），极短时间内的股价变化，往往反映的并非是企业内在价值的变化，绝大部分反映的是投资者心理的变化。投资者的心理为什么会发生变化呢？这其中的原因实在是太多了，有可能股市上的某个传闻散播开来，许多素质不过硬的投资者，听风就是雨，要么疯狂追杀进去，要么恐慌而逃。还有一个对股价产生重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要波动影响的因素是基金的行为，基金因为内在机制的原因，基金经理们迫于各种各样的压力，或赎回压力，或短期业绩考核压力，他们不得不经常做所谓的“波段操作”，因为基金的交易资金非常庞大，这种短期内不断交易的行为，对股价的无序波动无疑是起到了推波助澜的作用。当然，还有可能是国家政策方面的某些变动，尤其是宏观经济指标的某些变化，都会引发股价的反复波动，等等。类似的事情总是在股市里反复上演，因此，股价每天、每小时甚至每分每秒的表现都会不一样。然而请记住了，股价如此反复无常的背后，企业的内在价值并非总是如此反复无常的。

说到这里，也许有人就会站出来说了：既然大家都是喜欢“波段操作”的，我们何苦不和大家一起玩这个游戏呢？这疑问恰恰是点到了安全边际的要害之处，我们之所以强调要坚守安全边际的原则，就在于我们不想受市场牵制，我们不想成为“旅鼠”中的一员。如何才能不成为“旅鼠”中的一员呢？办法就是自始至终坚守安全边际原则，只要是我们通过多层次的思考、研究和估算，并且通过各种实际调研确认的内在价值，我们就要做到不论股价如何在市场操纵者手中反复无序波动，只要我们所确认的内在价值的那些条件仍没有发生改变，我们就应当继续持有股票。

当然，如果市场给予我们这样的机会：当我们按照低于内在价值的价格买入后，股价在极短时间内节节攀升，以至于上升至远远超越我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所能估算的内在价值的范围时，我们有理由卖出股票，内在价值就是我们买卖的准绳。

最后需要提醒个人投资者一点的是：内在价值并非是终极价值，也并非是市场价值。而是基于某个时点的价值，内在价值也是变动的，它会随着企业的基本面发生改变而变化。因此，对于运用安全边际指导投资而言，我们趋向于认为：个人投资者应当养成一个良好的习惯，即每隔一段时间，或者隔一个月，或者隔三个月，或者半年检查一次所投资企业的基本面情况，可以重新进行适当的估值调整，或者修正一些原来有失误和不足的地方，以使得我们的估值区间更趋向于实际。

切记：按安全边际原则投资，则意味着我们应当不为市场所动，而且我们要在股价相对于内在价值有相当折扣（通常要打7折）的时候买入优秀企业，才能确保取得良好的投资回报。而且，安全边际并不意味着以低于内在价值的价格买入股票后就没有“被套”的可能，事实上，也许当我们以5折的价格的买入都有可能“被套”，因为我们无法预测短期股价的走势。但是，我们知道：只要我们坚持以5折价格买入，我们就不太可能长期“被套”，更大的可能是获取很高的投资回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资组合：集中下的适度分散

在谈到投资组合之时，投资者通常会思考一个问题：是把所有鸡蛋放在同一个篮子里好呢，还是把所有鸡蛋分开放在几个篮子里好呢？然而，我们趋向于认为：我们为什么不换一种思维来看待这个问题呢？假如我们放入篮子里的不是鸡蛋，而是价值连城的金银珠宝，我们还会那么在意是放在一个篮子里还是放在几个篮子里吗？显然，投资组合背后的问题才是关键：我们所投资的是什么。

鸡蛋是极容易破碎的，因此，我们必须小心翼翼，无论是放在一个篮子里还是放在几个篮子里，我们都必须提心吊胆、如履薄冰。很多人自从买了股票后，就开始失眠了。为什么睡不着啊？因为根本不知道自己买的股票明天是涨还是跌—其实明天会涨会跌只有所谓的“庄家”或者神仙才知道。但是，相对长一点的时间而言，却是可以预计的。当我们不是关注股票的内在价值，而是关注它短期的涨跌时，我们就已经陷入了提着篮子而担心鸡蛋会破碎的境地中。

事实上，我们并非一味地否定投资组合的必要性，只是提醒投资者注意比投资组合更重要的一个问题：投资标的质量。我们认为，适当的投资组合是非常必要的，尤其对于那些对投资标的并不太了解而又匆忙“下注”的个人投资者而言。

在投资组合的策略上，我们强调在不同的主营业务上市公司之间或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者同时买入债券的方式对资金进行配置。通常个人投资者的资金量都比较小，因此，投资组合一般也不会超出10只股票。我们的建议是：越有把握的标的，所分配的资金应当越多，而越没有把握的，尽可能少配置或者干脆不进行配置。如果再简单点处理，则可以直接按平均分配的方法，将资金平均分配到拟投资的标的上。

为了更加具体形象，我们接下来模拟一个投资组合。

假如一个投资者启用了100万元的资金进行投资，采用适当分散的投资组合策略，可以保守地采用如表12-1所示的投资组合（具体股票只是举例）。

表12-1 适当分散投资组合策略示例

投资标的	主营业务	资金分配
云南白药	白药系列	10%
盐湖股份	氯化钾肥	10%
古越龙山	绍兴黄酒	10%
宁波银行	金融服务	10%
广州友谊	高端零售	10%
格力电器	制冷设备	10%
承德露露	植物饮料	10%
航天信息	税控系统	10%
北巴传媒	公交广告	10%
企业债券	工商银行	10%

当然，平均持仓是最简单的投资组合策略，事实上，如果投资者对标的足够了解，可以依据股票的重要性给予不同股票不同的仓位，形成可能带来更高投资回报率的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这就是适当的投资组合分散，但是，切记一个问题：我们平均放入10个不同篮子的东西应当都是我们能够真正理解其内在价值的才行。再次提醒，以上股票只是举例，非投资参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仓位策略：分批次建仓、加减仓

当我们确定了股票的内在价值后，我们基于安全边际进行买卖，并且趋向于采用分批次建仓、加减仓的交易策略，这种操作是针对已经确定的拟投资组合而言的。

不少普通个人投资者经常会抱怨一个问题：总认为和机构投资者或者大户比起来，手头的资金实在太少了，子弹不够用，自然要输掉一场无硝烟的战争。这是一种习惯的看法，是潜意识里的一种错误认识。其实，衡量投资成败的关键在于长期的投资回报率，而不是具体亏损或赚取了多少。记住，是比率，而不是数量。正如我们评估一家上市公司的盈利能力不是看其净利润的多少而是看其股权收益率一样，我们评估我们自己的投资能力时，看的也是收益率而不是收益数量—只有这样正确地看待我们的投资，我们才会彻底地放弃那种误以为“钱多才好做投资”的偏见。

既然投资成功的标准是长期投资回报率，那么，我们就大可不必抱怨“钱太少了”，而应该反思我们自己的交易策略是否出现了问题。假如，我们手里有20万元，看上某只股票了，一下就20万元全扔进去了。这样交易，即使我们有20亿元，我们也永远会觉得“手中的钱太少了”。记住交易中的一个重要原则：合理地分配资金。我们手里的资金就像是战争中的士兵，如果我们是统帅，我们会如何用这些兵呢？我们知道，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

历史上非常成功的将帅，通常不但是勇猛无比的，而且也是足智多谋的。仅仅是勇猛只能做一名出色的武夫，极难成为一名成功的将帅。投资也是如此，仅仅知道出击是不够的，还要知道如何出击。经验表明，只有在极少数情况下全军出击才是必要的，只有当我们对自己所要投资的对象抱有绝对的胜算时，我们才可能压下我们手中所有的资金。而事实上，即便我们认为很有胜算，实际也未必如此，市场总是错综复杂的，什么样的无法预料的情况都有可能出现，而我们要避免这种无法预料的情况，唯一的办法只有做好这种无法预测情况出现的准备。时刻记着，手中要保留一定量的资金，当危机真正来临时，它们可以挽救我们。

简而言之，即便是我们非常看好一只股票，我们也将保守起见：分批次建仓（具体批次资金如何分配，依个人情况），并且在股票涨至超出我们所估算的内在价值范围时，我们更趋向于开始减仓甚至清仓，而情况相反时，我们则趋向于分批次加仓。如此一来，我们就可以进退自如，运筹帷幄，决胜千里。

记住一个铁一般的事实：当许许多多的投资者都没有钱买股票时，巴菲特总是能拿出大量的资金来买股票，为何？一言以蔽之：他极善于保留自己的“禁卫军”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

持有策略：兼修套利与长期持有

套利和长期持有是两种完全不相同的投资方法，但就其本质而言，还是一脉相承的—本质上都是基于价值分析。早期的巴菲特非常注重从便宜股中进行套利操作，积累了大量的原始投资资金，为其后来的集中投资并长期持有可口可乐、美国运通等优秀企业立下了汗马功劳。投资界有句古老而永恒的格言：“给人一条鱼，你能养他一天。教他如何套利，你能养他一生。”

巴菲特有一个非常有趣的套利故事值得投资者反复玩味。事情是这样的：在巴菲特只有24岁的时候，工作在他的大学导师格雷厄姆创办的一家投资管理公司格雷厄姆-纽曼公司。当时，有一家叫做洛克伍德的巧克力公司，因为在1941年可可豆（可可奶油的重要原料）仅售每磅5美分的时候就已经采用后进先出的存货估值法囤积了大量可可豆。到1954年，美国市场的可可豆出现暂时短缺，导致可可豆的价格飙升到了每磅60美分以上。因此，洛克伍德公司管理层非常想要在可可豆价格回落之前卖掉拥有的大量可可豆存货，然而，根据美国1954年的税法，洛克伍德若直接出售可可豆，则要缴纳大约50%的税款。显然，洛克伍德公司管理层是不愿意直接向市场出售可可豆的。有个叫普里茨克的投资者发现了1954年税法里有一条规则：如果公司缩减业务范围，则相关的部分清算就无须纳税。于是，他买入了足够多的可以控制洛克伍德公司的股票，并促使其管理层剥离可可油的业务。抓住这个大好机会，洛克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伍德公司管理层制订了出售可可豆的计划：他们决定停止销售可可奶油的业务（这只是这家公司的其中一部分业务），并同时宣布说有大约1300万磅的可可豆的存货可供分配给股东。洛克伍德宣布用它不再需要的可可豆存货回购股票，每80磅可可豆换1股股票。显然，这是一个极好的套利机会。只要投资者买下洛克伍德的股票，就可以拿股票换取相应的可可豆，而当时因为洛克伍德的业绩非常差，股价很低。巴菲特所在的格雷厄姆-纽曼公司，认准了这个套利机会。巴菲特成了这个套利投资的主要操盘手之一，他在洛克伍德宣布可可豆换股票的计划后的几个星期内都忙于买股票卖可可豆的套利操作中。他先买入洛克伍德的股票，而后便到信托公司把股票换成可可豆的仓库凭单，然后再将通过股票换来的可可豆在市场上高价售出。当时的市场，可可豆紧缺，很容易高价出手。虽然用股票换取的可可豆并不难销售出去，但有仍存在价格下降的风险。因此，巴菲特所在的格雷厄姆-纽曼公司采取了在买入股票的同时卖出同等数量的可可豆期货，他们事先与期货公司签了可可豆的期货买卖协议，这样无论市场上的可可豆价格是涨是跌，巴菲特所在的公司都不会受到影响，从而使他顺利地完成了无风险的套利操作。因为市场上的不少投资者都认识到了这个套利交易机会，加上普里茨克的收购行动，洛克伍德公司的股票越来越少，于是，尽管洛克伍德当时亏损严重，然而，其股价仍旧节节攀升，从起初的15美元上升至100美元。

巴菲特有幸遇上买股票换可可豆的暴利套利机会，这样的机会在资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本市场中是很少的。对于套利而言，通常是可遇而不可求。

当然，聪明的巴菲特在做买股票换可可豆的无风险套利时，他自己却买了洛克伍德的股票，但他没有去换取可可豆仓库凭单，而只是持有股票。因为他发现了其中更有钱可赚的奥妙：随着用可可豆回购股票的进程，每股股票会值更多的可可豆，同时股价将快速上涨。

巴菲特在致股东的信中曾经对套利交易做过非常精辟的总结和分析，他得出了4个非常重要的观点，用于评估套利机会：第一，上市公司所承诺的事情真正发生的可能性有多大？第二，我们所投入的资金将会为套利机会停留多久？第三，出现比上市公司所承诺的事情更好的机会的概率有多大？第四，如果上市公司所承诺的事情到最后没有发生会怎么样？

说完套利之后，我们再来说说关于“长期持有”的问题。不少人常常误解“长期持有”，其实我们认为：科学的“长期持有”是和内在价值紧密联系在一起的，并不只是时间长短的一个问题。假如，我们以有极好的安全边际的价格买入一只股票，但是，我们不曾预料到的是，这只股票却在非常短的时间内快速上涨到远远超出我们所能估算的内在价值的上限，而与此同时，我们并没有发现这时候上市公司的基本面发生了预料之外的重大变化，那么，这时候我们极有可能的行动就是卖出。我们认为：这并不违反我们所认为的“长期持有”的原则。相反，如果当我们以有极好安全边际的价格买入一只股票后，股价迅速下跌超越出我们所估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

算的内在价值的下限，而与此同时的上市公司的基本面并未有重大变化，我们将选择继续“持有”。即使是在一年甚至三五年内股价都不如意，但我们仍选择“持有”直到我们所预料的事情发生为止股价上升至我们理想中的符合上市公司内在价值表现的水平上。

读者朋友请记住：“长期持有”是和内在价值联系在一起的，并无明确的持有时间表。有些股票我们如果选择“长期持有”10年甚至20年可能还是回到最初的起点，而有些股票我们如果选择“长期持有”则会获得极为可观的投资回报。例如，云南白药这只A股市场里的大牛股，如果我们有幸在它刚刚上市之初（1994年年初）买入并一直持有至2010年，即持有大约16年的时间，那我们就可以获得百倍的投资回报。请读者朋友记住另一句话：时间是优秀企业的朋友，是劣质企业的敌人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



炒股一定要懂
上市公司分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跋　存活下来就是胜利

在投资世界里，最重要的是长期稳定的赚钱。如果我们仍无法完全信守这个真理，那么，我们就有必要重新回去学习复利的知识。

复利是极大影响人类文明的伟大发现之一，其魔力足以化腐朽为神奇。当古印度的国王自以为皇粮无限时，他怎么也没有想到，一张小小的棋盘就已经将他的帝国财富吞食殆尽，因为国王根本不懂复利！他以为在棋盘的第一格放上一粒米，然后在第二格放上两粒米，如此放下去，能放多少？小菜一碟嘛。然而，当我们具体计算的时候，会发现开始的数据是很小，可是越到后来就越大了，大到把国王皇宫里的所有粮食储备拿出来都远远不够。我们都知道，国际象棋有64个方格，按照翻倍的放法，放到最后一格的米的粒数是2的63次方，即9 223 372 036 854 780 000粒米，这个数字别说是放米，哪怕只是嘴里数出来也已经够累死皇宫里的所有人！这就是复利的魔力。在相当长的人类文明里，是权贵阶层通过复利剥削劳苦大众。例如，中国古代封建社会时期的地主给佃农的借款运用的就是复利的计算方法—今年借10两银子，明年就要还11两银，后年就要还12.1两银，如此下去，本来便负债累累的佃农何以生存？只能是借了新债还旧债，年年到头都是还不清的债务！

复利宛若阿拉丁神灯，又像孙悟空的金箍棒，要风便是风，要雨便是雨。有了复利，投资世界才变得神奇有趣。遍观投资世界大师级的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

物如洛克菲勒、巴菲特、芒格、彼得·林奇等，无不是将成功建立在复利基础之上的。几十年来，巴菲特的年复合投资回报率仅略超20%。但是，就这个20%的复合回报率的长期持续，已经造就了一代“不倒翁”股神。与巴菲特同时代的许多投资家，并非没有如他一样的智商，而在于他们没有稳定的持续性—我们知道，复利是需要稳定性为基础的，假如当我们在棋盘上放米时，如果规则没有限定是连续放下去，而是可以中途停下来重新从1粒米开始，那结果便完全不一样。回到股票投资上来，我们可以假定一个白领做了一个初始资金为10万元的股票投资，起初3年都能赚到20%，然而在第4年（他如果真正精通投资，他或许可在这一年前预知到一些糟糕的事情将要发生而把资金撤离了危险的市场，但他可能被过往的胜利冲昏了头脑而没有这样做），因为受到宏观经济严重影响，市值大大缩水，他所有的资本缩水了50%，他“割肉”离场。他剩下的资金还不够原来的本金，只有8.64万元，谈何投资回报？可见，投资重在稳定地长期获取复合回报。

如果投资是一场无硝烟的战争，或者是虚拟世界的一场超大型网络游戏，那么，其过程规则无论如何设计，最终的结果都是活下来的才有资格称得上胜利者。我们唯一要做的就是想方设法活下来，并且长期地活下来。